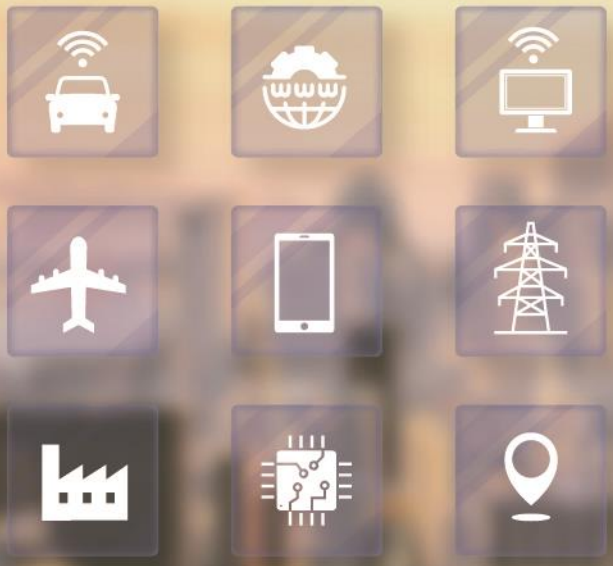
글로벌 주식/IT SW | 이동연
선진국 전략 | 최보원
글로벌 모빌리티/플랫폼 | 이지수
글로벌 주식/IT SW RA | 김미래
글로벌 반도체 | 문승환
글로벌 에너지/소프트웨어 | 이성원
글로벌 엔터/레저 | 이승연
선진국 전략 RA | 안지선

미국 주식 *Monthly*

12월 최선호주는 알파벳과 플루언스 에너지

미국 추천 기업

Top Picks	
소프트웨어	알파벳(GOOGL US)
에너지	플루언스 에너지(FLNC US)



true friend 한국투자증권

Contents

I. Executive Summary 2

12월 최선호주는 알파벳과 플루언스 에너지

II. 섹터별 Key Issues 3

1. IT 소프트웨어: 눈에 띄게 좋아 보이는 알파벳
2. 글로벌 에너지: BESS의 TAM이 커진다
3. 글로벌 반도체: 우려는 노이즈에 불과하다
4. 글로벌 전기차: EV 수요 둔화 전망
5. 글로벌 엔터/레저: 카지노 업종 수혜 지속
6. 주택 개량: 12월 기준금리 인하 기대감 확대 수혜 예상

III. 미국 추천 기업 23

알파벳(GOOGL US)
플루언스 에너지(FLNC US)
램 리서치(LRCX US)
테슬라(TSLA US)
라스베가스 샌즈(LVS US)
홈 디포(HD US)

I. Executive Summary

12월 최선호주는 알파벳과 플루언스 에너지

Top picks:
알파벳(GOOGL),
플루언스 에너지(FLNC)

12월 최선호주로 알파벳을 제시한다. 알파벳은 3Q25 호실적을 기록한 이후 11월 중순에 Gemini 3.0과 나노바나나 프로를 공개하며 한층 강화된 AI 역량을 입증했다. Gemini 3.0 공개 후 주가가 상승하며 신고가를 돌파했지만, 밸류에이션이 리레이팅 되며 주가는 추가 상승할 여력이 충분하다고 판단된다. 구글 TPU 외부 판매 확대가 기대되며, 외부 요인 중 미 정부와의 반독점 소송 리스크가 크게 완화된 점에도 주목해야 한다. 소송의 쟁점이었던 크롬과 안드로이드 OS 매각 리스크가 지난 9월 중간 판결 결과 현저히 낮아졌기 때문이다. 이는 peer 대비 밸류에이션 디스카운트 요인으로 작용했던 규제 리스크가 완화됐다는 의미로 해석 가능하다.

에너지 업종 최선호주로 플루언스 에너지를 제시한다. 미국 내 BESS 업황 개선 기대감이 높아지고 있기 때문이다. OBBBA 법안 시행으로 미국 내 단기 태양광 착공이 늘어나면서 Hybrid용 BESS 수요 증가가 기대된다. 이에 더해, 데이터센터향 BESS 시장 개화 측면에서 플루언스 에너지를 더욱 주목해야 하는 시기다. BESS는 AI 전력 부하 변동 대응에 용이하다는 점 뿐만 아니라, 데이터센터의 전력망 접속을 가속화시킬 수 있다는 역할을 할 것이다. 관련해서 플루언스 에너지의 파이프라인이 빠르게 증가하고 있고, 데이터센터 TAM 전망 역시 큰 폭 상향 조정되고 있다. 공급망 리스크만 성공적으로 해소한다면, 실적 업사이드가 클 것으로 판단한다.

<표 1> 추천 종목

섹터	종목명	시가총액 (십억달러)	투자포인트
소프트웨어	★ 알파벳 (GOOGL US)	3,863.3	– Gemini 3.0, 나노바나나 프로를 공개하며 한층 개선된 AI 역량 입증 – 구글 TPU 외부 판매(앤트로픽, 메타) 기대감도 높아지는 구간 – 반독점 규제에 대한 리스크도 낮아져 밸류에이션 리레이팅이 기대됨
에너지	★ 플루언스 에너지 (FLNC US)	3.6	– 미국 전력 시장의 가장 핵심적인 화두는 '데이터센터의 전력망 접속을 어떻게 가속화 시킬지'임 – 발전 용량이 크게 늘어날 수 없는 환경에서, 수요 단에서 전력망 부담을 낮춰줄 수 있는 솔루션이 각광을 받게 될 것 – 해당 관점에서 BESS가 데이터센터 캠퍼스의 핵심 Component로 자리잡을 것. TAM 확장이 기대되는 플루언스 에너지에 주목
반도체	램 리서치 (LRCX US)	196	– AI 투자 지속과 범용 메모리 수요 증가 중. 중국향 매출 우려는 완화세 – 24~27F 전도체 식각 공정 장비(램 리서치 M/S 1위) CAGR 8.0%(WFE 평균 6.8%) – 반도체 고복잡화 및 고적층화에서 식각 공정 중요도 높아지며 입지 상승하며 멀티플 리레이팅 중
모빌리티	테슬라 (TSLA US)	1,430.7	– 미국, 유럽 환경 정책 완화 기조에도 불구하고, FSD의 유럽 승인 기대감 등 자율주행 모멘텀은 유효 – 연간 1,200만대의 차량 인도, 100만대의 로보택시 상용화, 100만대의 휴머노이드 로봇 양산, 그리고 8.5조달러 시가총액 달성을 목표로 제시 – 테슬라는 단순 제조기업을 넘어 AI·로보틱스 기반 Physical AI 인프라 기업으로 전환하는 방향성 제시
레저	라스베가스 샌즈 (LVS US)	46.1	– 4분기 마카오 마케팅 비용 증가 가능성 존재. 다만 이를 상쇄하는 게임 매출 확대 이루어질 전망 – 싱가포르 게임 시장 성장하며 점유율 70% 이상 보유하는 동사의 수혜 지속될 것 – 6M 수익률 +72% 기록 중이지만 여전히 매력적인 밸류에이션 구간. 매수 의견 유지
주택 개량	홈 디포 (HD US)	12.4	– 미국 12월 기준금리 인하 기대감 확대 수혜 예상 – 최근 주택 지표가 우려보다 양호하게 발표. 판매채널 다각화에 따른 매출 성장도 기대 – 단기 조정으로 밸류에이션 부담도 완화

주: Top pick은 ★로 표시
자료: Bloomberg, 한국투자증권

II. 섹터별 Key Issues

1. IT 소프트웨어: 눈에 띄게 좋아 보이는 알파벳

최선호주는 알파벳

3Q25 실적 발표를 마치고 빅테크 4사 중 알파벳과 아마존이 상대적으로 견조한 실적과 가이던스를 발표한 바 있다. 여기에 더해 알파벳은 11/18에 Gemini 3.0, 11/20에 나노바나나 프로를 공개하며 한층 강화된 AI 역량을 입증했고, 이는 peer 대비 주가 흐름이 견조한 결과로 이어졌다. 우리는 다음과 같은 이유로 알파벳의 주가 상승세가 이어질 것으로 예상한다.

1) AI 역량 개선: 11/18에 공개된 Gemini 3.0은 코딩 능력을 제외하면 클로드 소넷 4.5(앤트로픽), GPT 5.1(OpenAI) 등 기존 선두 모델의 성능을 모두 상회했다. 또한, 모델이 진화할수록 API 가격이 하락하는 트렌드에서 역행해 Gemini 3.0 API 가격이 기존의 Gemini 2.5보다 상승한 점도 긍정적이다. 한편, 11/20에 공개된 나노바나나 프로(AI 이미지 생성 서비스)에 대한 호평이 이어지는 점도 고무적이다. 3Q25에 Gemini MAU는 6.5억명으로 +2억명 QoQ 증가했는데, 나노바나나의 흥행이 큰 기여를 한 바 있다. 확연히 개선된 나노바나나 프로의 영향으로 Gemini MAU가 증가하는 흐름이 이어질 전망이다.

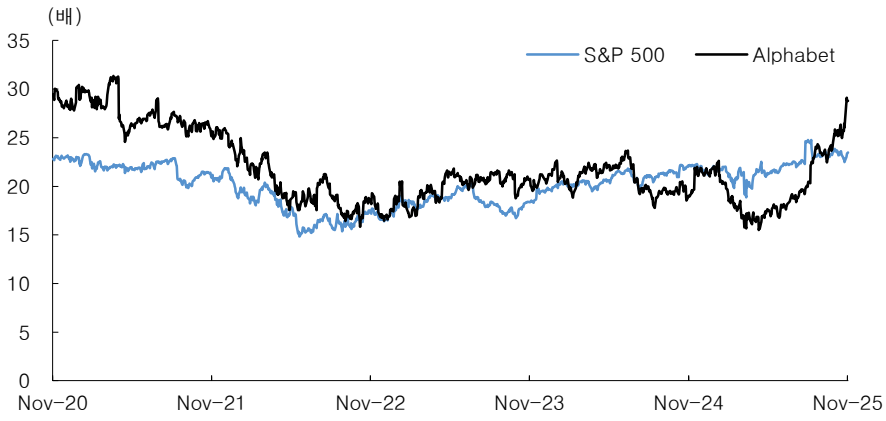
2) TPU(AI 칩)/클라우드 부문에 대한 기대감: 구글은 AI 모델 Gemini의 훈련과 추론에 자체 AI칩인 TPU 활용을 꾸준히 확대 중이다. 놀라운 점은 호평을 받는 Gemini 3.0 개발 시 학습의 영역에도 대부분 TPU를 활용했다는 사실이다. 이는 TPU 성능이 눈에 띄게 개선됐다는 의미다. TPU의 꾸준한 발전은 구글이 TPU의 외부 판매를 확대하는 계기가 됐다. 그동안 아마존 AWS 인프라만 활용하던 앤트로픽이 구글 클라우드와 대형 계약을 맺고, 11/25에 메타가 구글 TPU 도입을 검토 중이라는 소식이 전해진 점이 대표적 사례다.

3) 외부 요인도 우호적, 밸류에이션 리레이팅이 기대되는 구간: 외부 요인 중 미 정부와의 반독점 소송 리스크가 크게 완화된 점에도 주목해야 한다. 버크셔 해서웨이가 알파벳 지분을 확대한 이유 중 하나도 규제 리스크 완화라고 추정된다. 소송의 쟁점이었던 크롬과 안드로이드 OS 매각 리스크가 지난 9월 중간 판결 결과 현저히 낮아졌기 때문이다. 이는 peer 대비 밸류에이션 디스카운트 요인으로 작용했던 규제 리스크가 완화됐다는 의미로 해석 가능하다. 현재 상대적 주가 부진으로 아마존(29배), 마이크로소프트(28배)의 12MF PER은 30배를 밑돌지만, 과거 두 기업 모두 모멘텀이 강하던 시절에 30배 이상의 밸류에이션을 적용 받았던 점을 감안하면 알파벳의 밸류에이션 리레이팅을 기대할 수 있다고 판단한다.

실적 발표 예정인 스노우플레이크, 몽고DB, 브로드컴도 주목

마지막으로 아직 3Q25 실적을 발표하지 않은 데이터 플랫폼(스노우플레이크 12/4, 몽고DB 12/2) 업체들과 브로드컴(12/12)의 실적 또한 기대된다. 데이터 플랫폼은 AI 추론 수요 확대의 수혜, 브로드컴은 앤트로픽 및 OpenAI와의 파트너십을 통한 실적 개선이 기대되기 때문이다.

[그림 1] 12MF PER 추이: 알파벳 vs S&P 500 지수



자료: 알파벳, Factset, 한국투자증권

<표 2> 미국 소프트웨어 관심종목 Peer Valuation

(단위: 백만달러, 달러, %, 배)

종목				매출액	영업이익	영업이익률	순이익	PER	PBR	EPS	BPS	EV/EBITDA	ROE
알파벳	주가(11/28, 달러)	320.2	2024A	350,018	112,390	32.1	100,118	23.9	7.1	8.1	32.0	17.1	32.9
	시가총액(십억달러)	3,863.3	2025F	344,159	131,900	38.3	129,619	29.4	9.4	10.9	34.0	22.2	33.2
			2026F	392,908	155,469	39.6	133,913	27.1	7.5	11.8	42.6	18.5	30.7
			2027F	445,818	180,457	40.5	155,508	23.1	6.0	13.9	52.9	15.7	27.8
아마존	주가(11/28, 달러)	233.2	2024A	637,959	68,593	10.8	59,248	39.0	8.1	5.7	34.6	17.8	24.3
	시가총액(십억달러)	2,493.2	2025F	714,531	79,863	11.2	76,708	27.2	6.5	8.6	35.8	14.8	22.1
			2026F	795,259	100,371	12.6	86,207	24.9	5.2	9.4	45.0	12.1	19.8
			2027F	884,346	124,488	14.1	106,057	20.4	4.0	11.4	57.9	10.0	19.0
마이크로	주가(11/28, 달러)	492.0	2025A	281,724	128,528	45.6	101,832	36.4	10.8	13.7	48.8	22.1	33.3
소프트	시가총액(십억달러)	3,656.8	2026F	326,349	150,525	46.1	119,407	30.8	8.3	16.0	59.2	18.6	29.4
			2027F	375,113	173,574	46.3	140,509	26.2	6.6	18.8	74.4	16.1	27.3
			2028F	433,765	202,528	46.7	166,467	22.2	5.1	22.2	96.4	13.6	25.6
메타	주가(11/28, 달러)	648.0	2024A	164,501	69,380	42.2	62,360	24.4	8.1	24.6	77.0	16.7	37.1
	시가총액(십억달러)	1,633.5	2025F	199,351	82,353	41.3	60,650	22.6	7.3	28.7	88.9	15.9	29.7
			2026F	235,487	86,249	36.6	76,170	19.5	5.4	33.3	119.9	13.2	28.9
			2027F	272,474	98,886	36.3	85,783	17.0	4.3	38.0	149.4	10.8	25.7
오라클	주가(11/28, 달러)	202.0	2025A	57,399	17,678	30.8	12,443	37.4	22.7	4.5	8.5	22.0	85.4
	시가총액(십억달러)	575.7	2026F	67,033	28,261	42.2	14,961	29.6	16.7	6.8	12.1	18.9	56.2
			2027F	83,577	33,616	40.2	18,762	25.4	11.0	7.9	18.4	14.8	40.5
			2028F	126,303	46,041	36.5	27,624	18.5	7.0	10.9	29.0	10.2	39.4
스노우	주가(11/28, 달러)	251.2	2025A	3,626	(1,456)	(40.2)	(1,286)	-	20.2	(3.9)	7.0	-	(31.4)
플레이크	시가총액(십억달러)	85.1	2026F	4,613	433	9.4	(1,388)	208.7	34.8	1.2	7.2	135.2	13.1
			2027F	5,704	582	10.2	(1,180)	152.9	30.0	1.6	8.4	118.6	9.5
			2028F	7,038	918	13.0	(1,260)	106.7	23.7	2.4	10.6	82.3	38.4
몽고DB	주가(11/28, 달러)	332.4	2025A	2,006	(216)	(10.8)	(129)	-	7.9	(1.7)	36.1	-	(6.7)
	시가총액(십억달러)	27.0	2026F	2,362	336	14.2	(199)	88.9	9.1	3.7	36.6	71.8	11.3
			2027F	2,769	429	15.5	(187)	75.5	8.2	4.4	40.6	57.0	7.4
			2028F	3,254	570	17.5	(125)	60.8	7.0	5.5	47.4	43.0	9.0

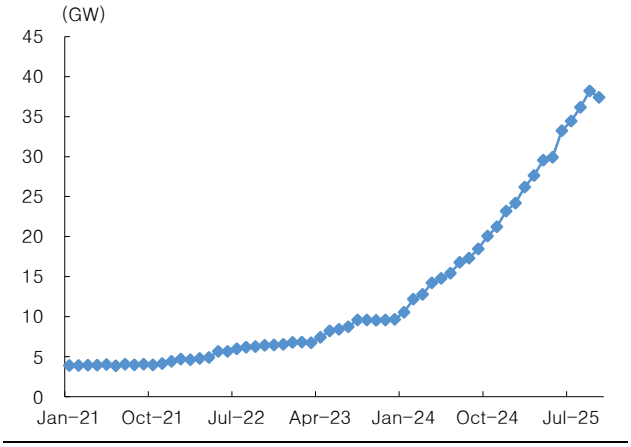
주: Peer Table은 GAAP 기준, 연도는 FY 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

2. 글로벌 에너지: BESS의 TAM이 커진다

여전히 미국 내 데이터센터 파이프라인은 상당한 규모

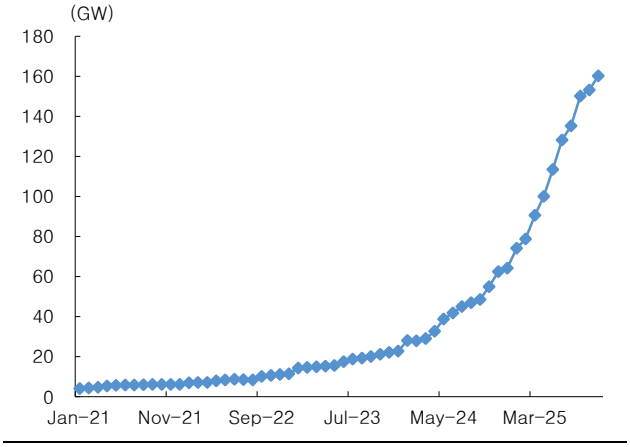
미국에서 데이터센터가 여전히 많이 지어지고 있고, 많이 지어질 예정이다. 25년 미국 주요 Hyperscaler의 CapEx는 3,920달러로 61.5% YoY 증가했는데, 26년에도 30% YoY 증가할 전망이다. 부동산 데이터 분석 업체 Aterio에 따르면, 미국에서 건설 중인 데이터센터 용량이 총 37.4GW다. 파이프 라인(Planned)을 보면 160.2GW 규모의 데이터센터가 미국에서 향후 착공될 예정이다. 가동 중인 데이터센터 용량이 43.6GW인 점을 감안하면, 현재 대비 4배 이상의 데이터센터가 추가로 가동되는 셈이다.

[그림 2] 미국 데이터센터 용량(건설 중): 37GW



자료: Aterio, 한국투자증권

[그림 3] 미국 데이터센터 용량(프로젝트 발표 기준): 160GW



자료: Aterio, 한국투자증권

데이터센터의 전력망 접속이 중요한 문제로 부상

한편, '이 많은 AI 데이터센터를 어떻게 전력망에 접속시킬 지'가 현재 미국 전력 시장에서 가장 중요한 아젠다다. 이 문제는 생각보다 간단하지 않다. AI 데이터센터는 고밀도의 전력을 소비하는 대형 부하(Large Load)다. 따라서, 데이터센터 준공이 완료된 후 전력을 인입(전력망 접속)하려면 그에 상응할 수 있는 대규모 발전 용량이 필요하다.

발전 단에서는 병목이 심함

발전 단에서는 1) 고밀도 전력 부하 대응에 유리한 가스(주요 Player 추가 증설 부재), 원전(긴 공사기간)이 각각의 병목에 의해 단기에 Capacity가 크게 늘어나지 못하고, 2) 여전히 노후화된 전력 인프라(송배전망, 변압기)로 인해 많은 발전원이 전력망 접속 신청~접속 계약 단계에 계류된 상태다. Wood Mackenzie에 따르면, 미국 내 grid 투자가 최근 5년간 27% 증가했지만, 향후 5년간 23% 만큼 추가적인 투자가 필요하다.

수요 측 병목 개선 흐름에도 여전히 발전 측 개선이 필요

지난 10월 미 에너지부가 최대 10년 가까이 소요되는 대규모 전력 부하의 전력망 접속 검토 절차를 60일로 제한하는 새 규제안을 FERC(미 연방 에너지 규제위원회)에 제안했다. 수요 측에서 전력망 접속 병목을 대폭 완화해주는 분위기가 형성되고 있다. 하지만, 전술한 것처럼 근본적으로 수요 측의 병목은 공급 측에서 풀어줘야 한다. 전력 수요만 늘어난다면 전력망 부담은 급속도로 높아질 것이다.

수요 조절이 중요해질 것 BESS가 대안

송배전 Utility들의 CapEx 사이클이 여전히 많이 남았고, 주요 발전원의 병목도 크게 뒤바꿀 수 없는 상황이라면 해답은 수요 측에서 찾는 수밖에 없다. 해답은 BESS(배터리 에너지 저장시스템)에서 찾을 수 있다. BESS의 충방전 기술을 통해 AI 데이터센터의 전력 부하 변동을 평탄화(Smoothing)해주면 그 자체로 수요를 줄여주는 효과를 낼 수 있다.

DOE의 60일 단축 조건 : ESS 공동 설치

실제로 미 에너지부의 새 규제안의 세부 내용을 보면, 전력망 접속 검토 절차를 60일로 단축시키기 위해서는 반드시 Dispatchable(가스 발전 등) 발전 시설 또는 ESS가 데이터센터와 Co-located(공동 설치) 되어야 한다. 전력망에 부담을 덜 주는 부하를 우선적으로 연결해주겠다는 의미다. 정리하자면, Utility 입장에서 BESS와 연계된 데이터센터는 전력망 부담을 크게 낮춰줄 것이며 해당 데이터센터의 전력망 접속은 탄력을 받을 수 있을 것이라 판단한다.

Fluence Energy의 데이터센터 TAM = 326GWh 규모

미국 주요 BESS System Integrator(최종 조립) Fluence Energy의 FY4Q25 어닝콜에서 데이터센터향 모멘텀이 예상보다도 훨씬 강하다고 강조했다. Fluence Energy가 지난 분기(FY3Q25)에 제시한 데이터센터향 BESS TAM(잠재시장)이 8.5억달러 규모에 달했는데, 이번 어닝콜을 통해 85억달러에 육박할 수 있다고 밝혔다. TAM이 상향 조정된 이유는 이미 Fluence Energy의 데이터센터향 파이프라인(30GWh)이 기존 TAM 가이던스에 달하는 수준에 달했기 때문이다. 그만큼 데이터센터들의 BESS 연계 수요가 높다는 의미다. 85억 달러를 Fluence Energy BESS ASP(FY27 kWh당 $261)로 역산하면 대략 326GWh 규모다. BNEF가 추정한 28년 미국 ESS 누적 설치량이 265GWh인 점을 감안하면, 전방시장이 상당히 크게 확장된다고 볼 수 있다.

<표 3> Fluence Energy P, Q: FY27 ASP 적용하면 TAM은 326GWh

	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026F	FY2027F
H/W 매출액	675	1,181	2,198	2,648	2,172		
증가율	*21.1*	*74.9*	*86.1*	*20.5*	*(18.0)*		
Q(GWh)	2.3	3.7	5.9	7.4	7.4		
ASP($/kWh)	294	319	373	358	294	277	261
증가율		*8.7*	*16.7*	*(3.9)*	*(18.0)*	*(5.8)*	*(5.8)*

주: 1. Q는 단순 설치량이 아닌, 매출 인식 대상 Q
2. FY26, F27 ASP 증가율은 NREL의 BESS 가격 증가율 전망치 적용
자료: 한국투자증권

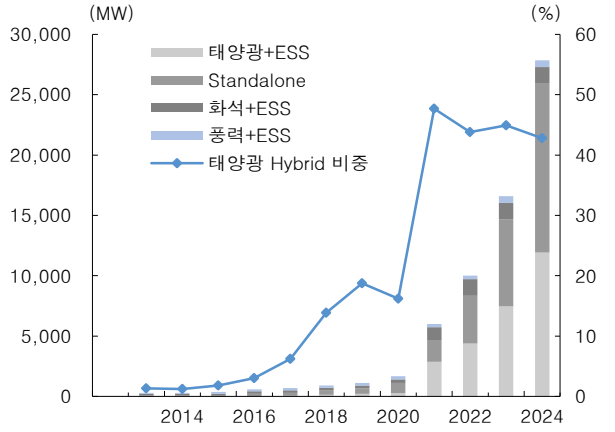
미국 BESS 업황 개선 흐름 명확해지는 구간

미국 BESS 업황 개선 흐름이 보다 명확해지고 있다. 전체 ESS 수요의 40~50%를 차지하는 태양광 Hybrid용 BESS 수요는 OBBBA 법안 영향(착공 시작 요건을 맞추면 2030년까지 ITC 보조금 수령 가능)으로 유틸리티급 태양광 발전소와 함께 설치량이 증가할 것이다. 여기에 데이터센터향 BESS 설치 수요가 더해지는 것이다.

Top pick: Fluence Energy

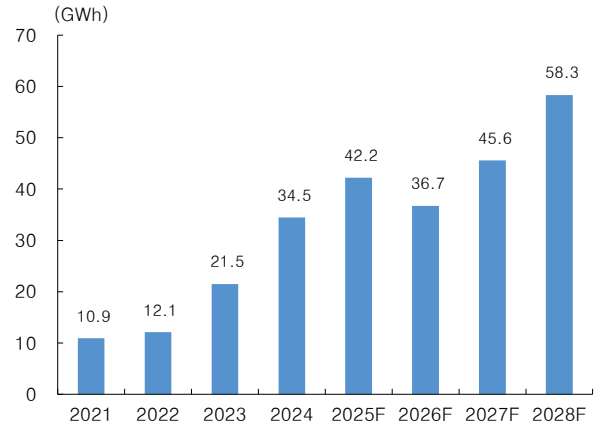
이번 달 Top pick은 Fluence Energy다. 태양광 Hybrid 수요뿐만 아니라, 데이터센터라는 새로운 전방시장 확장에 대한 수혜가 분명하다. Fluence Energy의 Backlog는 53억달러로 사상 최대치를 기록하고 있고, 30GWh 규모의 데이터센터향 파이프라인은 FY27부터 실적에 반영될 전망이다. 미국 내 공급망 불확실성이 있지만, 셀 공급업체를 잘 다변화하고 있고 AESC(현재 미국 내 셀 공급업체)의 PFE(금지외국 단체) 리스크 회피를 위해 적극적으로 준비하고 있다. 공급망 리스크가 잘 해소될 경우, 높은 Topline 성장과 레버리지 효과가 기대돼 큰 폭의 추정치 상향 조정이 예상된다.

[그림 4] 미국 유형별 ESS: 태양광+ESS 연계가 40~50%



자료: LBNL, 한국투자증권

[그림 5] 미국 ESS 연간 설치량 추이 및 전망



자료: BNEF, 한국투자증권

<표 4> 글로벌 에너지 Coverage Peer Valuation Table

(단위: 백만달러, 달러, 배)

				매출액	EBITDA	영업이익	순이익	EPS	P/S	P/E	P/B	EV/EBITDA
Costellation Energy	주가	364	2024A	23,568	5,475	4,352	2,735	8.7	3.0	26.9	5.3	19.7
	시가총액	113,828	2025F	23,674	5,150	3,849	2,925	9.3	4.8	39.3	8.0	24.1
			2026F	26,205	7,272	4,949	3,740	11.4	4.3	31.8	7.6	17.3
			2027F	27,613	8,076	5,660	4,305	13.1	4.1	27.7	7.2	15.4
			2028F	30,148	9,305	7,158	5,268	16.4	3.8	22.2	NM	13.2
Vistra Energy	주가	179	2024A	17,224	5,656	3,309	2,928	8.4	2.8	33.3	15.1	15.7
	시가총액	60,602	2025F	19,846	5,920	3,479	1,862	5.3	3.1	33.8	17.9	13.5
			2026F	22,829	7,158	4,943	3,024	8.9	2.7	20.2	11.2	11.1
			2027F	24,174	7,701	5,349	3,454	10.6	2.5	16.9	8.8	10.2
			2028F	23,286	8,269	5,635	3,814	12.6	2.6	14.2	5.3	9.1
Talen Energy	주가	394	2024A	2,115	770	226	998	17.7	5.2	37.6	6.7	39.7
	시가총액	18,013	2025F	2,353	983	492	267	5.5	7.7	71.6	14.1	23.9
			2026F	4,061	2,007	1,475	923	19.9	4.4	19.8	10.9	12.0
			2027F	4,416	2,263	1,704	1,079	24.6	4.1	16.0	8.1	10.4
			2028F	4,680	2,521	1,815	1,169	28.3	3.8	14.0	4.7	9.2
NRG Energy	주가	169	2024A	28,130	3,789	2,386	1,408	6.8	0.7	16.4	9.8	12.6
	시가총액	32,481	2025F	29,968	4,050	2,357	1,437	8.0	1.1	21.1	12.8	11.3
			2026F	34,137	4,999	3,143	1,728	8.8	1.0	19.2	10.5	9.7
			2027F	35,515	5,470	3,614	2,116	10.9	0.9	15.6	8.3	8.8
			2028F	36,854	6,060	4,046	2,296	12.3	0.9	13.8	NM	7.7
Entergy	주가	98	2024A	11,880	4,664	2,651	1,577	3.7	2.7	24.8	2.2	12.6
	시가총액	43,552	2025F	12,850	5,557	3,265	1,756	3.9	3.4	24.9	2.5	13.3
			2026F	13,695	6,248	3,784	2,007	4.4	3.2	22.2	2.3	12.6
			2027F	14,647	6,975	4,344	2,281	4.9	3.0	19.9	2.2	11.9
			2028F	15,557	7,360	4,695	2,599	5.4	2.8	18.0	2.0	12.1
NextEra Energy	주가	86	2024A	24,753	12,941	7,479	7,063	3.4	5.9	22.2	2.9	19.4
	시가총액	179,708	2025F	28,722	16,799	10,313	7,624	3.7	6.3	23.5	3.2	16.9
			2026F	31,301	18,724	11,932	8,357	4.0	5.7	21.6	2.9	15.8
			2027F	33,776	20,444	13,170	9,178	4.3	5.3	19.9	2.8	15.1
			2028F	35,691	22,622	14,565	9,956	4.6	5.0	18.6	2.1	14.1
GE Vernova	주가	600	2024A	34,935	2,035	1,140	455	1.6	2.6	48.4	9.5	68.6
	시가총액	162,730	2025F	37,313	3,332	1,905	2,062	7.4	4.4	80.6	15.9	46.4
			2026F	41,463	5,275	3,989	3,563	13.1	3.9	45.8	12.7	29.3
			2027F	47,357	7,469	6,045	5,118	18.9	3.4	31.7	9.9	20.2
			2028F	52,193	9,423	8,051	6,693	25.1	3.1	23.9	7.2	15.5
Siemens Energy	주가	134	2024A	37,369	3,942	2,304	1,284	1.5	2.6	24.1	2.9	28.2
	시가총액	115,161	2025F	45,173	4,274	2,473	1,666	1.9	4.4	70.6	9.1	25.5
			2026F	50,319	6,858	4,917	3,499	4.1	3.9	32.7	7.7	15.7
			2027F	56,352	8,708	6,760	4,771	5.6	3.4	23.8	6.5	12.1
			2028F	62,687	10,542	8,582	6,102	7.3	3.1	18.2	5.4	9.8
Centrus Energy	주가	259	2024A	442	59	48	73	4.5	2.5	14.9	6.9	46.6
	시가총액	4,722	2025F	454	94	77	87	4.6	10.4	56.5	13.3	43.6
			2026F	493	99	81	84	4.1	9.6	62.6	12.0	42.1
			2027F	526	113	88	93	4.8	9.0	53.7	8.0	35.7
			2028F	503	102	63	96	5.2	9.4	49.6	3.6	31.6
NuScale Power	주가	20	2024A	37	(137)	(139)	(137)	(1.5)	45.1	NM	8.0	NM
	시가총액	6,054	2025F	43	(272)	(475)	(329)	(2.2)	141.0	NM	6.8	NM
			2026F	137	(165)	(192)	(73)	(0.7)	44.1	NM	6.6	NM
			2027F	281	(251)	(204)	(107)	(0.3)	21.5	NM	7.5	NM
			2028F	686	(227)	(115)	(41)	(0.1)	8.8	NM	5.6	NM
Oklo	주가	91	2024A	0	(53)	(53)	(74)	(0.7)	NM	NM	11.7	NM
	시가총액	14,278	2025F	0	(97)	(106)	(87)	(0.6)	NM	NM	21.0	NM
			2026F	4	(104)	(117)	(94)	(0.7)	3,398.7	NM	20.5	NM
			2027F	18	(102)	(119)	(99)	(0.4)	777.3	NM	21.0	NM
			2028F	30	(63)	(90)	(74)	(0.5)	469.5	NM	27.8	NM
First Solar	주가	273	2024A	4,206	1,818	1,394	1,292	12.0	4.5	13.9	2.4	13.7
	시가총액	29,287	2025A	5,094	2,154	1,631	1,568	14.6	5.7	18.7	3.1	14.4
			2026F	6,157	3,142	2,549	2,362	22.6	4.8	12.1	2.5	10.2
			2027F	7,000	3,844	3,253	3,007	29.0	4.2	9.4	2.0	8.8
			2028F	7,309	4,194	3,560	2,928	32.7	4.0	8.4	1.6	8.7
Fluence Energy	주가	20	2024A	2,699	78	64	23	0.1	1.1	169.1	8.7	NM
	시가총액	3,592	2025A	2,263	19	(10)	(48)	(0.4)	0.6	NM	4.6	NM
			2026F	3,291	45	(8)	(11)	(0.1)	1.1	NM	7.0	77.0
			2027F	3,920	125	67	53	0.3	0.9	62.9	6.1	26.7
			2028F	4,505	177	109	98	0.6	0.8	34.4	4.8	16.9

주: 1. 11월 27일 종가 기준, Non-GAAP 기준, 2. Siemens Energy는 달러 기준
자료: 한국투자증권

3. 글로벌 반도체: 우려는 노이즈에 불과하다

12월 글로벌 반도체 업종 주가 흐름은 긍정적일 것

12월 글로벌 반도체 업종의 주가 흐름은 긍정적일 것으로 전망한다. 엔비디아를 비롯해 주요 비메모리 기업들의 주가 흐름은 두 달 동안 횡보세를 보이고 있다. 반면, 메모리 기업들과 장비 기업들의 주가는 시장을 대폭 아웃퍼폼하고 있다. 한편, 최근 나타나는 대형 기업들의 기간 조정(횡보)은 1Q25에 나타났던 가격 조정의 흐름과는 다소 다른 양상을 보이고 있다. 최근 벤더 파이낸싱, 빅테크들의 채권 발행, GPU 감가상각 이슈, 구글 TPU 등 다양한 우려가 발생해왔지만, 이는 AI 하드웨어 시장 확장 국면에서 발생하는 노이즈에 불과할 것이다. 글로벌 반도체 기업들의 실적이 시장 기대치를 계속해서 상회하고 있고, 업종 펀더멘탈은 더욱 더 좋아지고 있기 때문이다.

글로벌 반도체 장비 기업들에 주목할 것을 추천

12월에는 글로벌 반도체 장비 기업들에 주목할 것을 추천한다. 과거에는 메모리 사이클에 따라 글로벌 장비사 멀티플과 WFE(전공정 장비) 시장 성장률이 시클리컬한 모습을 보여왔다. 하지만 2024년 AI 태동 이후, 빅테크들의 AI 투자 가속 사이클이 시작되며 TSMC 중심의 비메모리 CapEX가 대폭 확대되고 있다. 이에 따라, 글로벌 장비사 멀티플과 WFE 성장률의 상관 계수도 다소 감소한 상태다. 하지만 WFE 시장은 향후 AI 투자 확대와 범용 메모리 투자 증가가 맞물리며, 점진적 증가세를 유지할 것으로 추정된다. WFE 시장 규모는 2024년 1,120억달러에서 2027년 1,360억달러(CAGR 6.8%)로 상승세가 지속될 전망이다. 2026년은 본격적인 반도체 공정 혁신의 초입이고, 이는 1) 고복잡화, 2) 고적층화로 나눌 수 있다. 이에 따라, 전도체 식각 공정(24~27F CAGR 8.0%)과 웨이퍼 검사 및 결함 분석 장비(24~27F CAGR 8.6%), 테스트 장비(24~27F CAGR 8.7%) 수요가 증가하며, WFE 시장 평균 성장률을 초과할 전망이다.

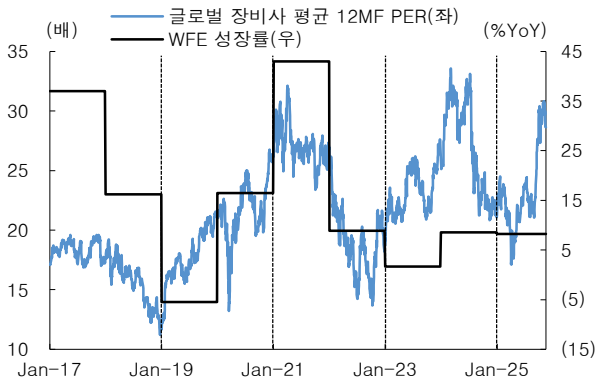
금속 배선 개선이 공정 성능 향상에 중요해지며, 전도체 식각의 중요도 상승

25년 말 양산에 돌입하는 TSMC N2 공정의 성능 향상 대부분이 금속 배선 개선에서 비롯되는 등 최근 반도체 성능 향상의 중심이 금속 배선 중심으로 바뀌고 있다. 이로 인해 전도체 식각(램 리서치 M/S 52%)이 절연체 식각(도쿄일렉트론 M/S 60%) 대비 높은 성장률을 기록할 것이다. 또한, 고성능 칩 가격이 매우 높아지며 매몰 비용 우려를 줄이기 위해 고객들의 수율 요구치가 상승하며, 검사 및 테스트 수요 증가로 이어지고 있다. 이러한 공정 변화들로 인해 주요 장비사 서비스 매출액 성장률은 2024, 2025년 연속 14% YoY을 기록할 예정이고, 향후 엔지니어링 역량이 중요해지며 생태계 내 입지도 넓어질 것이다.

램 리서치와 테라다인에 주목

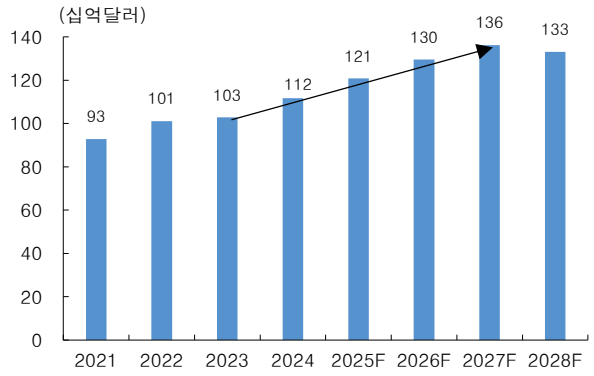
글로벌 반도체 장비 업종 내에서는 램 리서치와 테라다인에 주목할 필요가 있다. 램 리서치는 전도체 식각 장비 1위 기업으로, FY1Q26(3Q25) 파운드리 매출 비중은 60%(+19%p QoQ, +8%p YoY)까지 높아졌다. 램 리서치의 중장기 가이던스는 ASML과 유사한 수준으로, AI 하드웨어 시장에서 핵심 기업으로 부상하고 있다. 테라다인은 글로벌 테스트 장비 2위 기업으로, 기존에는 약세가 지속되던 모바일 및 산업/자동차 Segment 중심의 테스트 장비 출하 구조에서, 3Q25부터 AI 프로세서향 테스트 장비를 출시하여 어드반테스트 독점의 엔비디아향 테스트 장비 가능성이 높아지고 있다.

[그림 6] 글로벌 장비사 12MF PER과 WFE 성장률: 과거에는 2년 주기 시클리컬. 2024년 AI 태동 이후 상관성 하락



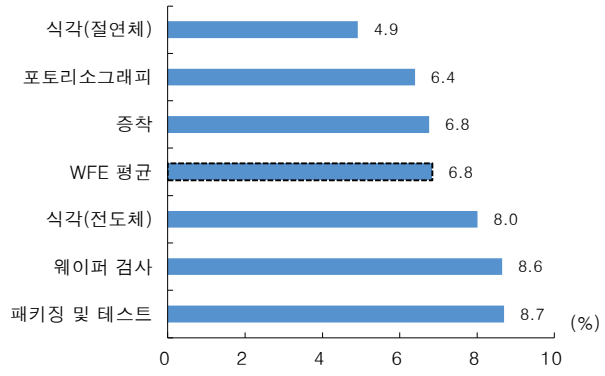
주: 장비사는 ASML, AMAT, 램 리서치
자료: Factset, Gartner, 한국투자증권

[그림 7] 글로벌 WFE 시장 전망: 27년까지 상승 지속



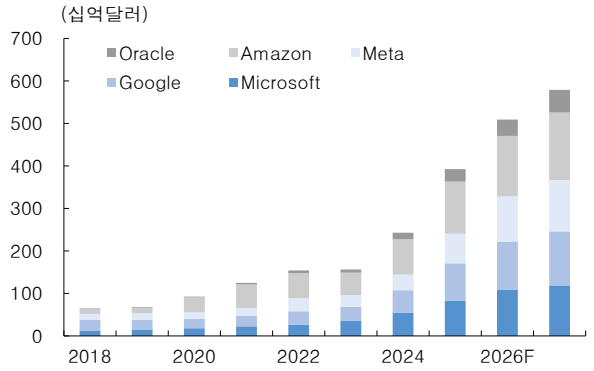
주: WFE는 Wafer Fab Equipment
자료: Gartner, 한국투자증권

[그림 8] 주요 공정 장비 24~27F CAGR: 식각(전도체), 검사, 테스트 장비가 WFE 평균(6.8%)을 초과 성장할 전망



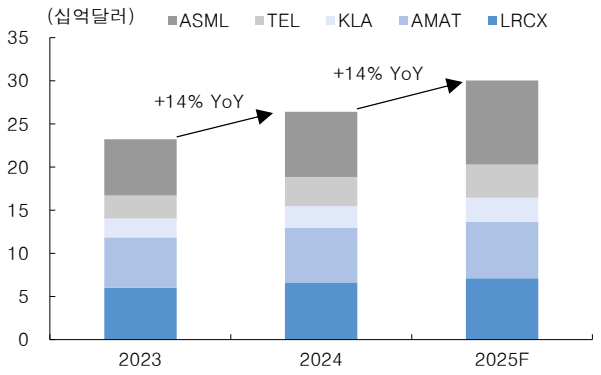
자료: Gartner, 한국투자증권

[그림 9] 연도별 미국 하이퍼스케일러 CapEX 전망: CY25 기준 +62% 성장 전망



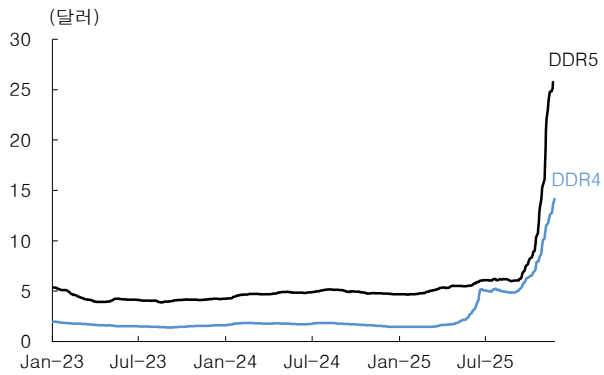
주: 하이퍼스케일러는 구글, 아마존, 메타, 마이크로소프트, 오라클
자료: Factset, 한국투자증권

[그림 10] 글로벌 장비사 서비스 매출액 합산: 24, 25년 연속 Double digit 성장 전망



자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 11] 범용 DRAM 현물 가격 추이



주: DDR4 8GB 3200 Spot price, DDR5 16GB 4800/5600 Spot price
자료: DRAMeXchange, 한국투자증권

<표 5> 글로벌 반도체 기업 실적 컨센서스 및 밸류에이션

(단위: 백만달러, %, 배)

업종	기업명	상장국가		2024	2025F	2026F	2027F
파운드리	TSMC	대만/미국	매출액	87,901	122,808	149,693	180,989
			% YoY	*28.5*	*39.7*	*21.9*	*20.9*
			영업이익	40,151	61,058	74,264	90,060
			% YoY	*37.6*	*52.1*	*21.6*	*21.3*
			PER	28.7	27.6	22.8	18.8
			PBR	7.9	8.5	6.7	5.3
	GlobalFoundries	미국	매출액	6,750	6,763	7,140	7,783
			% YoY	*(8.7)*	*0.2*	*5.6*	*9.0*
			영업이익	920	1,036	1,212	1,462
			% YoY	*(32.8)*	*12.6*	*17.0*	*20.6*
			PER	27.5	21.1	18.5	14.8
			PBR	2.2	1.6	1.5	1.4
팹리스	Nvidia	미국	매출액	130,497	212,363	318,487	397,980
			% YoY	*114.2*	*62.7*	*50.0*	*25.0*
			영업이익	86,788	133,114	211,310	264,520
			% YoY	*133.7*	*53.4*	*58.7*	*25.2*
			PER	47.2	40.5	25.3	
			PBR	43.5	30.6	16.7	
	AMD	미국	매출액	25,785	33,926	44,188	60,700
			% YoY	*13.7*	*31.6*	*30.2*	*37.4*
			영업이익	6,138	7,433	12,068	18,920
			% YoY	*26.5*	*21.1*	*62.4*	*56.8*
			PER	36.5	55.2	33.7	21.8
			PBR	3.4	5.7	5.2	4.5
	Broadcom	미국	매출액	51,574	63,309	87,030	113,788
			% YoY	*44.0*	*22.8*	*37.5*	*30.7*
			영업이익	30,736	41,517	56,894	73,673
			% YoY	*38.9*	*35.1*	*37.0*	*29.5*
			PER	44.7	52.7	38.5	
			PBR	15.6	22.1	16.9	
	Marvell	미국	매출액	5,767	8,158	9,481	11,166
			% YoY	*4.7*	*41.5*	*16.2*	*17.8*
			영업이익	1,665	2,864	3,429	4,191
			% YoY	*4.1*	*72.0*	*19.7*	*22.2*
			PER	70.6	31.1	25.2	
			PBR	7.1	4.8	4.4	
	Qualcomm	미국	매출액	38,944	44,141	45,561	46,354
			% YoY	*8.7*	*13.3*	*3.2*	*1.7*
			영업이익	13,319	15,454	15,272	15,406
			% YoY	*16.2*	*16.0*	*(1.2)*	*0.9*
			PER	14.4	13.7	13.3	
			PBR	6.9	8.3	7.6	
	Mediatek	대만	매출액	16,197	18,779	20,807	24,859
			% YoY	*17.0*	*15.9*	*10.8*	*19.5*
			영업이익	3,126	3,381	3,838	4,666
			% YoY	*36.3*	*8.2*	*13.5*	*21.6*
			PER	21.1	17.2	15.6	13.1
			PBR	5.7	4.5	4.3	3.8

자료: Factset, 한국투자증권

업종	기업명	상장국가		2024	2025F	2026F	2027F
IP/EDA	ARM	미국	매출액	4,007	4,849	5,893	7,065
			% YoY	*23.9*	*21.0*	*21.5*	*19.9*
			영업이익	1,871	2,038	2,725	3,520
			% YoY	*35.4*	*8.9*	*33.7*	*29.2*
			PER	79.9	79.3	63.2	
			PBR	20.1	17.8	14.2	
	Synopsys	미국	매출액	6,127	7,019	9,565	10,583
			% YoY	*4.9*	*14.5*	*36.3*	*10.6*
			영업이익	2,362	2,610	3,783	4,309
			% YoY	*15.3*	*10.5*	*44.9*	*13.9*
			PER	36.9	31.1	27.7	
			PBR	6.3	2.4	2.3	
	Cadence Design	미국	매출액	4,641	5,278	5,940	6,701
			% YoY	*13.5*	*13.7*	*12.5*	*12.8*
			영업이익	1,973	2,342	2,687	3,068
			% YoY	*14.8*	*18.7*	*14.7*	*14.2*
			PER	50.3	43.1	37.7	32.6
			PBR	17.5	15.3	12.9	10.6
메모리	삼성전자	한국	매출액	207,089	220,431	259,265	282,773
			% YoY	*6.7*	*6.4*	*17.6*	*9.1*
			영업이익	22,505	25,608	54,359	61,888
			% YoY	*357.2*	*13.8*	*112.3*	*13.9*
			PER	10.7	17.3	9.3	8.3
			PBR	0.9	1.6	1.4	1.2
	SK하이닉스	한국	매출액	46,250	62,708	90,766	106,659
			% YoY	*88.6*	*35.6*	*44.7*	*17.5*
			영업이익	16,397	28,594	48,866	56,168
			% YoY	*(383.4)*	*74.4*	*70.9*	*14.9*
			PER	6.4	9.8	6.5	5.6
			PBR	1.7	3.4	2.2	1.6
	Micron	미국	매출액	25,111	37,378	54,567	62,923
			% YoY	*61.6*	*48.9*	*46.0*	*15.3*
			영업이익	1,935	10,846	22,637	26,951
			% YoY	*(140.2)*	*460.5*	*108.7*	*19.1*
			PER	23.1	20.0	12.4	
			PBR	2.0	4.2	3.1	
	Western Digital	미국	매출액	13,003	9,520	11,732	13,208
			% YoY	*5.6*	*(26.8)*	*23.2*	*12.6*
			영업이익	512	2,324	3,674	4,447
			% YoY	*(186.2)*	*353.9*	*58.1*	*21.0*
			PER	18.7	24.1	17.9	
			PBR	2.2	7.8	5.8	
	Sandisk	미국	매출액	NM	7,355	10,371	12,812
			% YoY	*NM*	*NM*	*41.0*	*23.5*
			영업이익	NM	689	2,401	4,161
			% YoY	*NM*	*NM*	*248.5*	*73.3*
			PER	NM	28.6	13.1	
			PBR	NM	3.3	2.8	
	Kioxia	일본	매출액	11,692	11,801	16,189	16,781
			% YoY	*NM*	*0.9*	*37.2*	*3.7*
			영업이익	3,104	2,739	5,950	6,166
			% YoY	*NM*	*(11.8)*	*117.2*	*3.6*
			PER	NM	21.0	10.7	
			PBR	NM	5.8	3.8	

자료: Factset, 한국투자증권

업종	기업명	상장국가		2024	2025F	2026F	2027F
장비	ASML	네덜란드/미국	매출액	29,450	37,739	39,550	45,145
			% YoY	*(2.0)*	*28.1*	*4.8*	*14.1*
			영업이익	9,402	13,049	13,590	16,447
			% YoY	*(4.6)*	*38.8*	*4.1*	*21.0*
			PER	34.6	34.4	32.6	26.7
			PBR	14.2	16.7	14.4	11.9
	Applied Materials	미국	매출액	27,176	28,368	28,855	32,271
			% YoY	*2.5*	*4.4*	*1.7*	*11.8*
			영업이익	7,924	8,562	8,588	9,960
			% YoY	*2.7*	*8.1*	*0.3*	*16.0*
			PER	18.5	24.5	23.6	
			PBR	7.0	8.9	8.0	
	Lam Research	미국	매출액	14,905	18,436	21,203	23,718
			% YoY	*(14.5)*	*23.7*	*15.0*	*11.9*
			영업이익	4,513	5,957	7,073	8,138
			% YoY	*(15.7)*	*32.0*	*18.7*	*15.1*
			PER	20.1	33.5	28.8	
			PBR	10.2	17.6	14.1	
	Tokyo Electron	일본	매출액	16,727	15,329	17,063	18,826
			% YoY	*42.5*	*(8.4)*	*11.3*	*10.3*
			영업이익	4,797	3,876	4,669	5,494
			% YoY	*63.9*	*(19.2)*	*20.5*	*17.7*
			PER	22.3	27.5	25.1	
			PBR	6.1	6.9	6.2	
	KLA	미국	매출액	9,812	12,156	13,085	14,608
			% YoY	*(6.5)*	*23.9*	*7.6*	*11.6*
			영업이익	3,897	5,241	5,585	6,412
			% YoY	*(9.6)*	*34.5*	*6.6*	*14.8*
			PER	22.0	32.9	29.3	
			PBR	20.9	29.1	24.1	
	Teradyne	미국	매출액	2,820	3,064	3,746	4,326
			% YoY	*5.4*	*8.7*	*22.3*	*15.5*
			영업이익	576	636	943	1,194
			% YoY	*5.3*	*10.4*	*48.2*	*26.7*
			PER	39.1	47.5	32.3	25.8
			PBR	7.3	9.6	8.5	7.4
	Onto Innovation	미국	매출액	987	1,004	1,177	1,367
			% YoY	*21.0*	*1.7*	*17.2*	*16.2*
			영업이익	267	255	325	419
			% YoY	*90.1*	*(4.4)*	*27.2*	*28.8*
			PER	31.2	26.7	21.8	17.6
			PBR	4.3	3.1	2.7	NM
	Advantest	일본	매출액	5,458	5,989	6,905	7,849
			% YoY	*75.8*	*9.7*	*15.3*	*13.7*
			영업이익	1,597	2,321	2,807	3,125
			% YoY	*206.6*	*45.3*	*21.0*	*11.3*
			PER	49.5	54.5	41.9	
			PBR	13.8	21.9	17.1	
	Disco	일본	매출액	2,766	2,618	2,997	3,378
			% YoY	*41.4*	*(5.3)*	*14.5*	*12.7*
			영업이익	1,173	1,085	1,304	1,505
			% YoY	*51.9*	*(7.5)*	*20.1*	*15.4*
			PER	40.5	38.2	32.9	
			PBR	9.8	8.7	7.6	

자료: Factset, 한국투자증권

업종	기업명	상장국가		2024	2025F	2026F	2027F
OSAT	ASE	대만	매출액	18,137	20,345	23,236	26,288
			% YoY	*(2.3)*	*12.2*	*14.2*	*13.1*
			영업이익	1,193	1,506	2,303	2,921
			% YoY	*(7.3)*	*26.2*	*52.9*	*26.8*
			PER	21.5	24.6	16.0	12.6
			PBR	2.2	2.8	2.5	2.2
	AMKOR	미국	매출액	6,318	6,653	7,260	7,908
			% YoY	*(2.8)*	*5.3*	*9.1*	*8.9*
			영업이익	438	425	554	742
			% YoY	*(6.8)*	*(3.1)*	*30.4*	*33.9*
			PER	18.0	26.4	19.9	14.2
			PBR	1.5	1.9	1.7	1.5
산업/차량용	Analog Devices	미국	매출액	9,427	10,944	12,445	13,756
			% YoY	*(23.4)*	*16.1*	*13.7*	*10.5*
			영업이익	3,853	4,595	5,526	6,297
			% YoY	*(35.9)*	*19.3*	*20.3*	*13.9*
			PER	32.1	29.8	24.8	
			PBR	3.0	3.5	3.5	
	Texas Instruments	미국	매출액	15,641	17,697	19,101	21,080
			% YoY	*(10.7)*	*13.1*	*7.9*	*10.4*
			영업이익	5,465	6,027	6,779	8,149
			% YoY	*(25.5)*	*10.3*	*12.5*	*20.2*
			PER	36.1	29.5	26.5	22.0
			PBR	10.2	9.0	9.0	8.9
	On Semiconductor	미국	매출액	7,082	6,000	6,317	6,935
			% YoY	*(14.2)*	*(15.3)*	*5.3*	*9.8*
			영업이익	1,974	1,110	1,336	1,836
			% YoY	*(25.9)*	*(43.8)*	*20.3*	*37.5*
			PER	15.8	20.3	16.3	11.6
			PBR	3.1	2.5	2.4	2.2
	NXP Semiconductors	미국	매출액	12,614	12,230	13,345	14,652
			% YoY	*(5.0)*	*(3.0)*	*9.1*	*9.8*
			영업이익	4,369	4,052	4,632	5,361
			% YoY	*(6.3)*	*(7.3)*	*14.3*	*15.7*
			PER	15.9	16.3	13.9	11.6
			PBR	5.8	4.6	4.0	3.8
AI 인프라	Arista Networks	미국	매출액	7,003	8,889	10,855	13,121
			% YoY	*19.5*	*26.9*	*22.1*	*20.9*
			영업이익	3,327	4,256	5,042	6,150
			% YoY	*27.8*	*27.9*	*18.5*	*22.0*
			PER	48.7	42.6	36.4	30.2
			PBR	13.9	12.0	9.2	7.0
	Astera Labs	미국	매출액	396	826	1,206	1,688
			% YoY	*242.2*	*108.4*	*46.0*	*40.0*
			영업이익	120	325	478	651
			% YoY	*(736.2)*	*171.5*	*47.1*	*36.4*
			PER	157.7	83.3	60.7	42.7
			PBR	23.7	19.5	14.7	10.7
	CoreWeave	미국	매출액	1,915	5,134	12,128	19,094
			% YoY	*NM*	*168.0*	*136.2*	*57.4*
			영업이익	356	735	2,569	4,821
			% YoY	*NM*	*106.5*	*249.6*	*87.6*
			PER	NM	NM	NM	34.6
			PBR	NM	10.3	10.9	8.8

자료: Factset, 한국투자증권

4. 글로벌 전기차: EV 수요 둔화 전망

EV 규제 완화로 미국 내 수요 둔화 예상

결론적으로, 미국의 EV 규제 체계는 연방(CEA·EPA), 주(ACC II) 모두에서 동시 완화되는 흐름이 뚜렷하며, 이로 인해 향후 2년간 미국 EV 수요 둔화가 지속될 가능성이 높다. IRA 세액공제 축소 및 규제 완화가 맞물리며 OEM들은 EV 중심 전략에서 다시 하이브리드 또는 ICE 생산 최적화로 포트폴리오를 재조정할 유인이 커졌다. 반면 중국은 연말 성수기와 보조금 정책 영향으로 EV 침투가 재확대될 전망이며, 지역 간 EV 수요의 비대칭 현상은 더욱 확대될 가능성이 있다.

CAFE: 업계 부담을 크게 줄이는 방향으로 재편 전망

미국의 EV 관련 규제 환경은 연방, 주 차원에서 동시에 완화되는 방향으로 전개되고 있다. NHTSA의 CAFE 기준은 아직 공식적으로 바뀌지 않았지만, OBBB 통과로 인해 기준 미달 시 부과되던 벌금이 0달러로 조정되면서 규제의 실질적 강제력은 사실상 사라졌다. 이는 NHTSA가 MPG 기준 자체를 완화하는 구체적 개정안을 준비하는 동안 OEM들에게 제공되는 일시적 규제 완충 역할을 하며, 최근에는 CAFE의 규제 자체가 업계 부담을 크게 줄이는 방향으로 재편될 전망이다. 이러한 흐름 속에서 OEM들은 EPA와 CAFE 간 규제 충돌을 최소화하고 CAFE를 주요 기준으로 삼는 규제 조화를 적극적으로 요구하고 있다.

EPA: 올해 말까지 최종 규정 확정 예정

EPA 환경에서도 규제 완화 강도는 예상보다 훨씬 크다. EPA는 7월, CO_2 규제의 법적 근거가 되는 Endangerment Finding을 철회하겠다는 제안 규정을 발표했다. 이는 단순히 기존 EPA GHG 목표를 완화하는 것을 넘어, 2010년 이후 시행된 모든 CO_2 기반 차량 배출 규제를 법적으로 무력화시킬 수 있는 조치다. EPA는 기업들이 장기 계획을 세울 수 있도록 규제 불확실성을 제거하겠다는 입장을 밝히며 올해 말까지 최종 규정을 확정할 예정이고, 포드 등 OEM들도 배출 가스 규제 완화가 올해 안에 현실화될 것으로 보고 있다. 트럼프 행정부가 단순 완화를 넘어 규제의 법적 기반을 제거하는 방식을 택한 것은, 첫 임기에서의 완화 조치가 바이든 행정부 출범 이후 대부분 복원된 경험이 반영된 결과로 판단된다. 이번 조치는 CO_2 규제 체계를 구조적으로 약화시키는 효과가 있어 장기적 영향이 클 것으로 보인다.

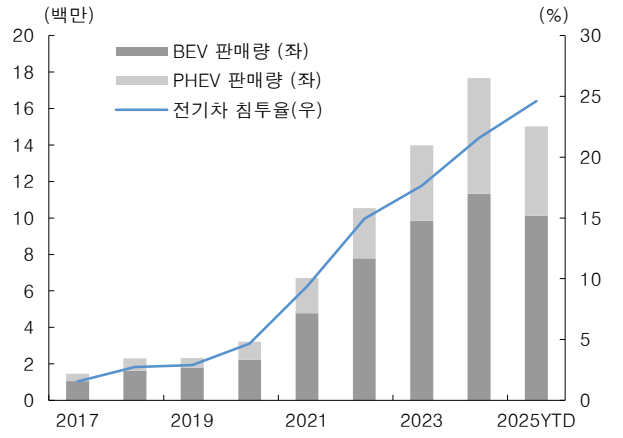
캘리포니아 역시 EPA 면제 철회로 EV 수요에 압박

주 차원에서도 규제 완화가 동시에 진행 중이다. 캘리포니아는 EPA의 특별 면제(waiver)를 통해 연방 기준보다 강한 규제를 유일하게 도입할 수 있는 주이며, 지금까지 미국 판매의 약 40%를 차지하는 17개 주가 캘리포니아 기준을 전부 또는 일부 채택해왔다. 특히 ACC II 프로그램은 2026~2035년형 차량에 대해 ZEV 의무 비중을 2035년 100%까지 확대하는 강력한 규제였고, 12개 주가 채택하면서 미국 EV 시장에 상당한 상향 압력을 주고 있었다. 그러나 올해 6월 트럼프 행정부는 해당 면제를 철회했고, 이는 2019년과 동일한 조치다. 면제 철회 이후 캘리포니아 기준의 강제력은 크게 약화되며 OEM에게 실질적 부담으로 작용할 가능성도 제한적이다.

글로벌 전기차:
중국 중심으로 성장 전망

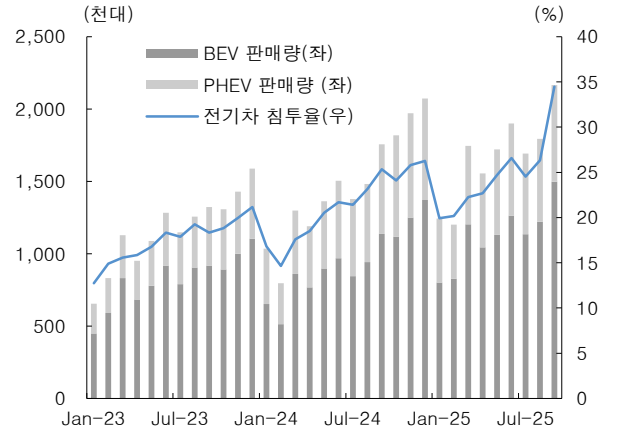
9월 글로벌 전기차(BEV+PHEV) 판매량은 전년 대비 23% 증가하며 성장세 둔화가 지속되고 있다. 1~9월 글로벌 전기차 침투율은 24.6%(+5.2%p YoY)로 상승했다. 중국이 대부분 견인했고, 유럽이 기대보다 양호한 흐름으로 일부 기여했다. 미국은 IRA 조기 종료로 인한 수요 전치(pull-back)현상으로 3Q25에는 단기적으로 판매량이 증가했으나, 4Q25부터 수요 둔화가 가시화될 것이다. 연말까지 주로 중국이 중심이 되어 침투율이 지속적으로 상승할 것으로 전망한다.

[그림 12] 글로벌 전기차 연간 판매량 및 침투율 추이



자료: SNE Research, 한국투자증권

[그림 13] 글로벌 전기차 월별 판매량 및 침투율 추이

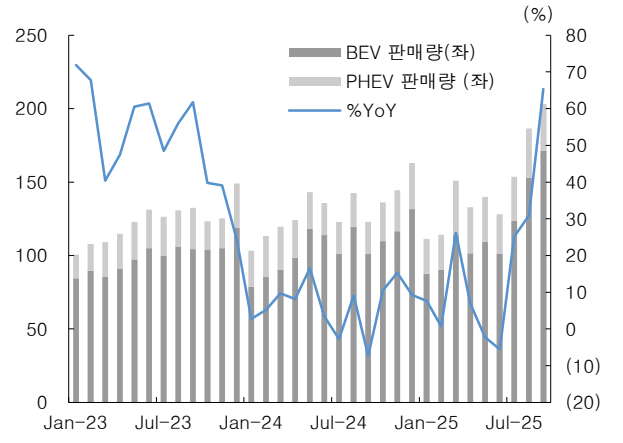


자료: SNE Research, 한국투자증권

미국: 4Q25부터
수요 둔화 가시화 전망

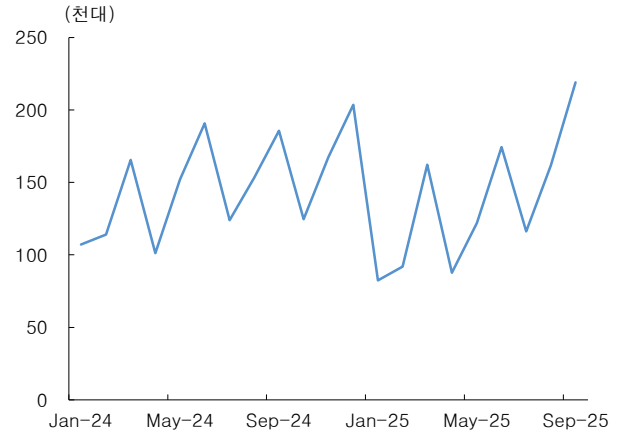
초기 미국 자료에 따르면 10월 미국 EV 침투율은 약 7.0%로 추정된다. 예상대로 9월 말 7,500달러 EV 택스 크레딧 만료 이후 10월 EV 수요는 급락했으며, 9월의 선구매(pre-buy)가 만들어낸 높은 기저효과도 부정적으로 작용했다. 미국 내 EV 수요 둔화가 얼마나 지속될지는 불확실하지만, 최소 향후 1~2년은 부진이 이어질 가능성이 높다고 판단한다.

[그림 14] 미국 전기차 월별 판매량 및 성장률 추이



자료: SNE Research, 한국투자증권

[그림 15] 테슬라 월별 판매량



자료: SNE Research, 한국투자증권

역풍 속에서도 자율주행이 가치 격차 확대

글로벌 수요 둔화와 관세 불확실성 속에서도 ADAS와 자율주행 기술은 완성차 간 가치 격차를 확대시키는 핵심 요인으로 작용할 것이다. 미국이 글로벌 자율주행 기술 경쟁을 선도하고 있다. 미국 자동차 산업 내에서 고속도로 전용 자율주행을 제공하고 있는 업체도 존재하지만, 테슬라를 제외하고는 도심 주행까지 포함한 FSD 수준의 운행 설계 영역(ODD)을 구현한 사례는 전무하다. 이에 따라 테슬라는 사실상 ADAS 부문에서는 유일한 경쟁 우위를 확보하고 있다. 또한 누적 판매 대수 800만대를 통해 축적된 데이터와 AI 기반의 데이터 센터까지 갖추고 있어 완전히 다른 패러다임으로 가고 있다고 판단한다.

일론의 1조달러 규모의 보상안 통과

테슬라 주주총회에서 일론 머스크의 1조달러 규모의 보상안이 주주 75% 이상의 찬성으로 통과됐다. 이번 보상 구조는 단순한 보수체계가 아니라 향후 10년간 테슬라가 달성해야 할 명확한 성장 로드맵을 내포하고 있다. 머스크는 연간 1,200만대의 차량 인도, 100만대의 로보택시 상용화, 100만대의 휴머노이드 로봇 양산, 그리고 8.5조달러 시가총액 달성을 목표로 제시했다. 이는 테슬라가 전기차 제조사를 넘어 휴머노이드 로봇·AI·칩·모빌리티 서비스로 확장하는 Physical AI 플랫폼 기업으로 진화하고 있음을 보여준다.

Physical AI 기업으로의 성장 스토리 강화

이번 주주총회는 테슬라가 단순 제조기업을 넘어 AI·로보틱스 기반 Physical AI 인프라 기업으로 전환하는 방향성을 제시했다고 판단한다. 다만, 테슬라의 핵심 경쟁력은 여전히 제조 기반에 있다. 테슬라는 차량·로봇·반도체를 모두 대량생산 가능한 물리적 자산으로 정의하며, 로보택시·옵티머스·AI 칩의 로드맵이 하나의 공급망과 공정 최적화 체계 안에서 맞물려 돌아간다는 점에서, 테슬라의 성장 스토리는 본업 가치와 긴밀히 연동된다고 판단한다. 테슬라에 대해 Top-pick 의견을 유지한다.

<표 6> 시가총액 단계별 운영 성과 목표

시가 총액 목표	운영 성과 목표
2조달러	차량 인도 2,000만대 달성
2.5조달러	FSD MAU 1,000만명 확보
3조달러	휴머노이드 로봇(Optimus) 100만대 인도
3.5조달러	상업 운행 중인 로보택시 100만대 배치
4조달러	조정 EBITDA 500억달러 달성
4.5조달러	조정 EBITDA 800억달러 달성
5조달러	조정 EBITDA 1,300억달러 달성
5.5조달러	조정 EBITDA 2,100억달러 달성
6조달러	조정 EBITDA 3,000억달러 달성
6.5조달러	조정 EBITDA 4,000억달러 달성
7.5조달러	(세부 목표 미공개/중간 단계)
8.5조달러	보상안 최종 달성 구간 (풀 인센티브 지급 기준)

주: 위임장(Proxy filing) A-31~A-32쪽에서 발췌
자료: Tesla, 한국투자증권

5. 글로벌 엔터/레저: 카지노 업종 수혜 지속

4분기 들어 시작된 섹터 조정이 길어지고 있는 모습

엔터/레저 섹터는 4분기 들어 전반적으로 부진한 흐름을 보이고 있다. 상반기 실적이 예상보다 양호하게 발표된 이후 기대감이 높아졌고, 금리 인하 시점 및 소비 둔화 관련 혼재된 시그널 발표가 지속되는 미국 매크로 지표들로 인해 조정이 길어지고 있는 모습이다. 특히 여행 관련 소비가 탄력 둔화를 보이는 가운데, 연말 성수기 수요를 앞두고도 이어지는 불확실성이 주가에 반영되며 단기적인 센티먼트 회복이 제한되고 있다.

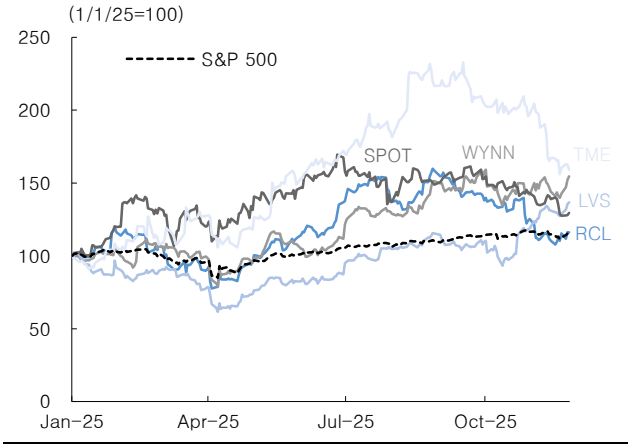
그중 리레이팅 국면에 접어든 카지노 업종 선호

다만 섹터 내 카지노 업종의 상대적 강세는 11월에 더욱 두드러졌다. 마카오 시장의 구조적 회복이 이어지고 있음과 동시에 한국 및 싱가포르 카지노 역시 기대치를 상회하는 게임 매출을 매달 발표하고 있다. 코로나 이후 정상화 국면에서 벗어나 연말까지 주요 시장에서 게임 매출 신기록을 재차 경신할 가능성이 높다. 특히 하반기 Top pick으로 제시한 라스베가스 샌즈(LVS US)는 견조한 3분기 실적에 힘입어 11월에도 강한 주가 흐름을 이어갔다. 11/26일 종가 기준 1M 수익률 18.5%, 6M 수익률 71.5%를 기록하며 상승세가 가파르게 나타나고 있다. 시장에서 그동안 소외됐던 글로벌 카지노 업종에 대한 재평가가 진행되고 있으며, 이러한 모멘텀은 12월에도 지속될 전망이다. 중장기적으로는 영국을 비롯한 온라인 카지노 세금 인상 기조로 Brick and mortar 카지노 업장의 반사수혜도 기대된다.

12월 초 마카오 게임 매출 발표도 긍정적인 모멘텀으로 작용할 전망

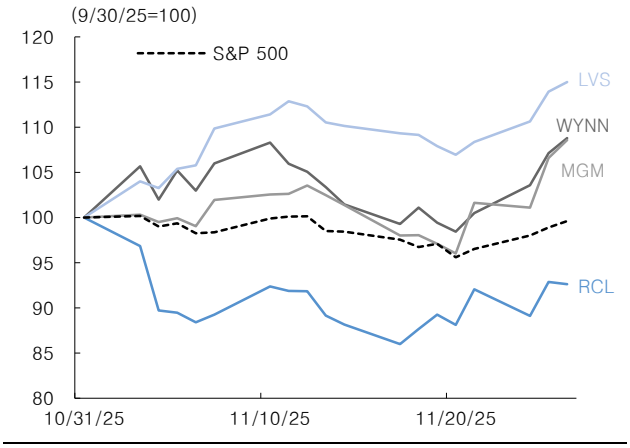
코로나 이후 카지노 섹터의 저평가 요인이었던 마카오 시장의 회복세는 연초부터 시작됐고, 최근 발표된 10월 게임 매출 역시 팬데믹 이후 최고치를 재차 경신했다. 10월까지 누적 게임 매출은 2,054.3억MOP(+8.0% YoY)으로, 연초 low single-digit 성장을 전망하던 시장 컨센서스를 이미 상회한 수준이다. 2025년 게임 매출은 2,479.6억MOP(+9.3% YoY)으로 예상되며, 이는 마카오 시장의 본격적인 반등을 입증한다. 10월 마카오 관광객은 347.2만명(+10.8% YoY)으로, 중국인(+12.0% YoY)과 국제 방문객(+22.9% YoY) 모두 크게 증가했다. 특히 동남아시아 관광객이 전년대비 119% 증가하며 마카오가 새로운 관광 도시로서의 입지를 강화하고 있다는 점이 확인된다. 현재 Mass 위주로 진행되고 있는 마카오 카지노 시장의 회복이 일시적인 반등이 아니라는 점 또한 시사한다. 비수기인 11월에도 견조한 흐름이 지속되고 있는 것으로 파악되어 12월 초 게임 매출 발표도 긍정적인 모멘텀으로 작용할 전망이다.

[그림 16] 글로벌 레저 업종 YTD 수익률 Top 5



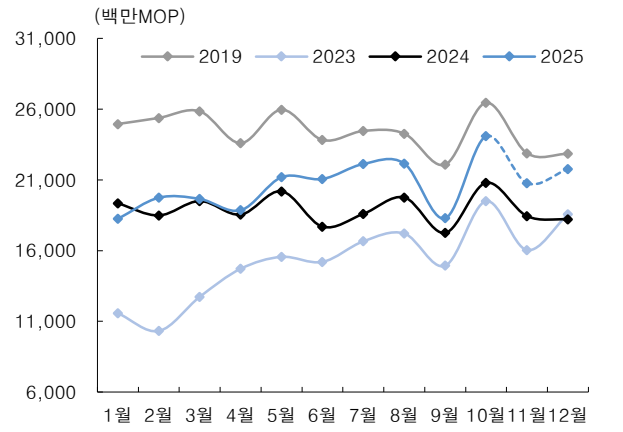
주: 11/26 종가 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 17] 글로벌 레저 업종 1M 수익률 – 카지노 아웃퍼폼



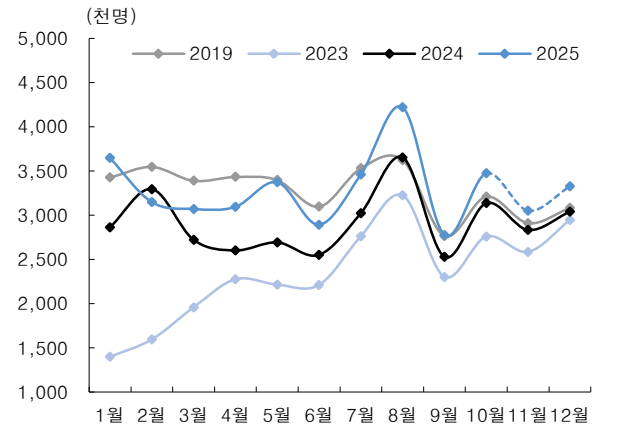
주: 11/26 종가 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 18] 마카오 월별 GGR 추이 및 전망



주: 11~12월 GGR은 전망치. 2019, 2023, 2024년 3개년 동월 MoM 평균 성장률 가정
자료: DICJ, 한국투자증권

[그림 19] 마카오 월별 관광객 추이 및 전망



주: 11~12월은 전망치. 2019, 2023, 2024년 3개년 동월 MoM 평균 성장률 가정
자료: DSEC, 한국투자증권

<표 7> 카지노 커버리지 기업 글로벌 peer valuation

(단위: 십억달러, %, 배, 달러)

종목				매출액	영업이익	OPM	순이익	PER	PBR	EPS	BPS	EV/EBITDA	ROE
WYNN	주가(11/30, 달러)	129	2023A	6,532	840	12.9	462	11.0	NM	4.1	(2.2)	9.9	NM
	시가총액(백만달러)	13,379	2024A	7,128	1,133	15.9	664	14.9	NM	6.0	(2.1)	8.4	NM
			2025F	7,115	1,198	16.8	471	28.4	NM	4.5	(4.4)	10.5	NM
			2026F	7,380	1,315	17.8	615	22.1	NM	5.8	(2.6)	10.0	NM
LVS	주가(11/30, 달러)	68	2023A	10,372	2,313	22.3	1,423	26.3	9.0	1.9	5.5	12.2	30.5
	시가총액(백만달러)	46,085	2024A	11,298	2,402	21.3	1,673	22.4	12.8	2.3	4.0	11.8	41.3
			2025F	12,632	3,030	24.0	1,956	23.3	17.7	2.9	3.9	12.3	76.0
			2026F	13,296	3,350	25.2	2,113	21.3	13.1	3.2	5.2	11.6	89.6
MGM	주가(11/30, 달러)	35	2023A	16,164	1,891	11.7	1,142	11.7	3.8	2.7	11.7	9.4	26.4
	시가총액(백만달러)	9,652	2024A	17,241	1,490	8.6	804	13.2	3.4	2.6	10.3	8.5	21.8
			2025F	17,335	1,103	6.4	675	17.5	3.2	2.0	11.1	3.1	17.4
			2026F	17,578	1,594	9.1	767	16.2	2.6	2.2	13.7	3.0	28.4

주: Non-GAAP 기준 비교 실질
자료: Bloomberg, 한국투자증권

6. 주택 개량: 12월 기준금리 인하 기대감 확대 수혜 예상

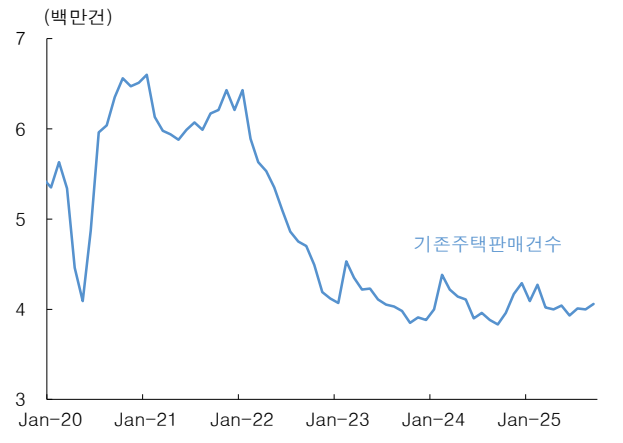
연준 기준금리 인하 + 차기 의장 논의 수혜 기대

미국은 셧다운 마무리 이후 매크로 지표 발표 시기가 지연되고 혼재된 지표들이 공개되며 경기 민감주들의 조정이 컸다. 반면 연은 총재들의 발언이 이어지며 후퇴했던 12월 기준금리 인하 기대감이 재차 높아지고 있다. 12월 초에는 대형 클라우드 업체들의 실적 발표가 예정돼있고, 12월 10일에는 FOMC 회의가 진행된다. 12월 FOMC 회의에서 기준금리가 인하될 경우 고금리 장기화 우려로 조정이 컸던 업체들의 반발 매수세 유입이 예상된다.

12월 FOMC 회의를 앞두고 공개되는 지표들이 혼재되며 기준금리 인하 시기가 지연되는 경우에는 일시적인 조정도 유의해야 한다. 다만 1분기 기준금리 인하 기대감이 유효하다는 점은 관련 기업들의 주가 반등 동력이 될 것으로 예상한다. 미국의 이민 규제가 강화되고 있는 만큼 강한 고용 지표 발표가 이어지기 힘든 국면이라는 점은 추가적인 기준금리 인하 기대감을 높일 것으로 예상된다. 파월 의장의 후임이 연말~연초에 논의될 것이라는 점도 고금리 부담으로 조정이 컸던 업체들의 투자심리를 개선시키는 요인으로 작용할 전망이다. 트럼프 행정부 하에서 파월 의장 보다 완화적인 인물이 차기 의장으로 선출될 가능성이 높게 평가되기 때문이다.

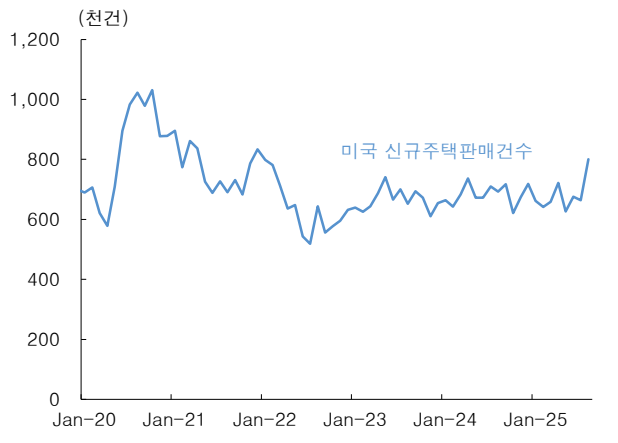
대표적으로 기준금리 인하 수혜가 기대되는 업체는 홈빌더 업체와 주택 개량 업체다. 대표적으로는 D.R.호튼, 레나, 홈디포, 로우스 등이 해당한다. 관련 업체 중에서도 최근 실적 발표 이후 조정으로 밸류에이션 부담이 완화된 업체는 홈디포다. 홈디포의 경우 해외 매출은 견조하고, 객단가도 상승하고 있으나, 미국의 주택 개량 수요가 더디게 회복한 점이 매출 성장을 제한하고 있다. 다만 최근 발표된 주택 지표들이 우려보다 양호하게 발표되고 있다는 점과 12월 기준금리 인하 기대감이 재차 높게 평가되고 있다는 점이 주가 상승 동력으로 작용할 전망이다.

[그림 20] 미국 기존주택판매건수



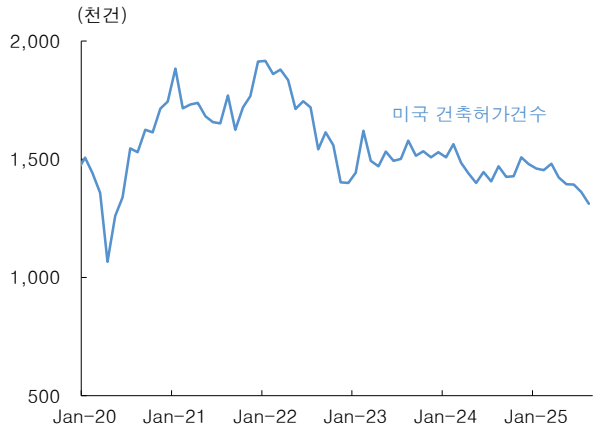
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 21] 미국 신규주택판매건수



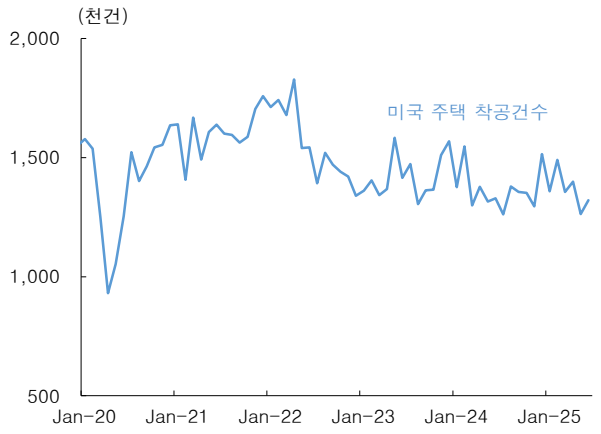
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 22] 미국 건축 허가건수



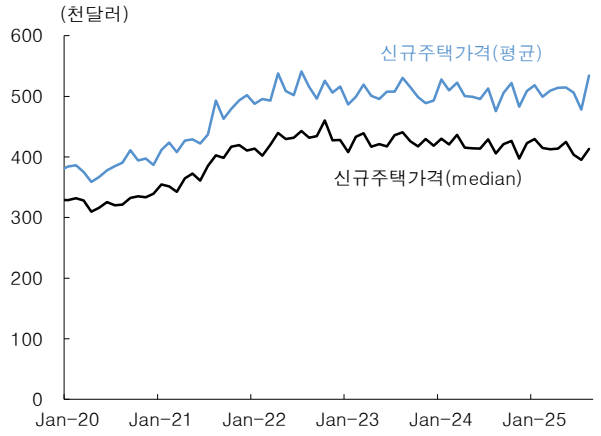
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 23] 미국 주택 착공건수



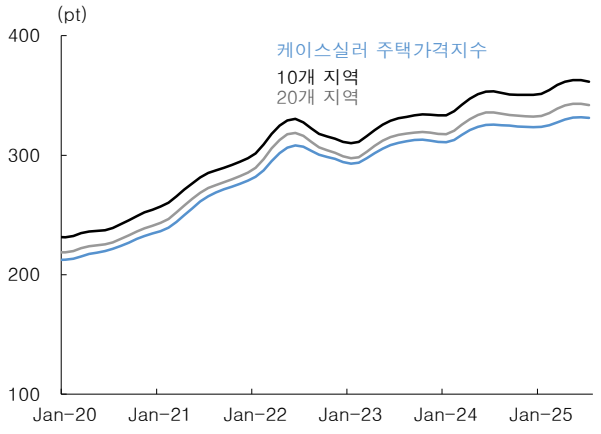
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 24] 신규 주택가격



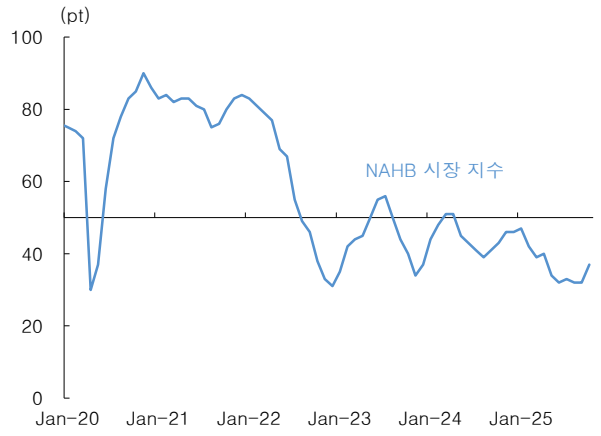
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 25] 케이스-실러 주택가격지수



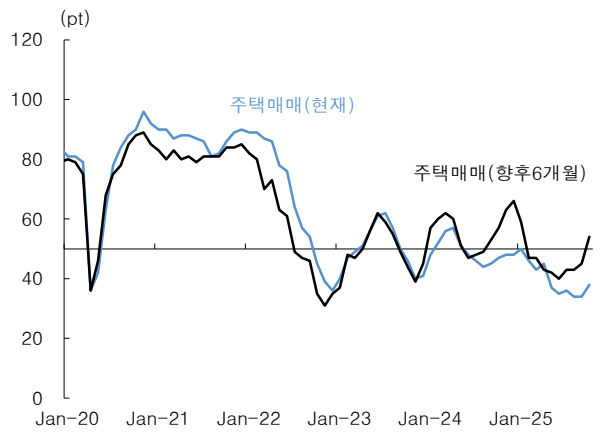
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 26] NAHB 건설업황 지수



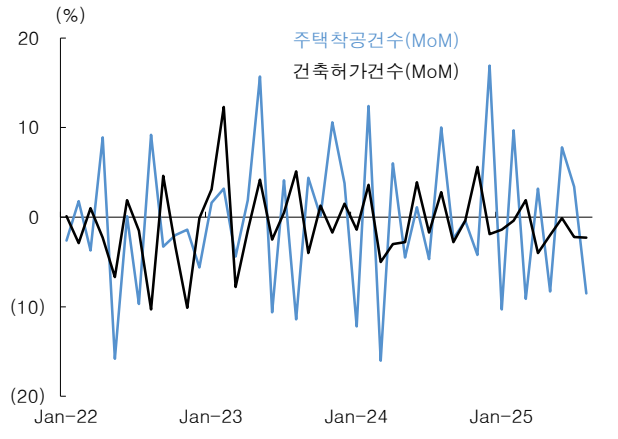
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 27] NAHB 건설업황 지수(현재, 향후 구분)



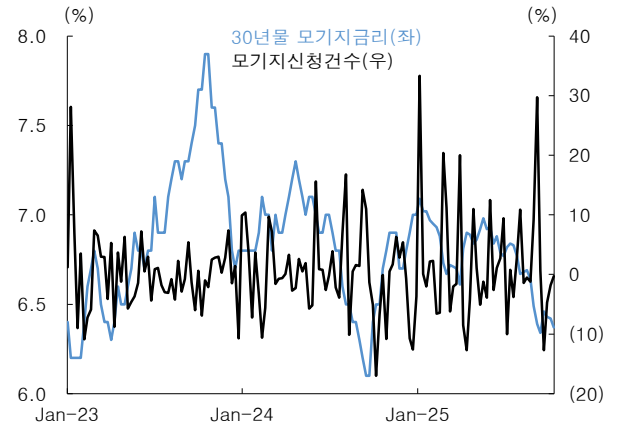
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 28] 주택착공건수 및 건축허가건수 증가율



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 29] 30년물 모기지금리 및 모기지신청건수 증감률



자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 8> Peer Valuation

(단위: 백만달러, 달러, %, 배)

종목				매출액	영업이익	영업이익률	순이익	PER	PBR	EPS	BPS	EV/EBITDA	ROE
홈디포	주가(11/26, 달러)	355.5	2024A	159,514	21,526	13.5	14,806	27.6	61.7	15.0	12.2	17.5	385.4
	시가총액(십억달러)	353.9	2025F	164,453	21,411	13.0	14,304	24.4	28.9	14.6	12.3	16.4	146.4
			2026F	170,945	22,464	13.1	15,250	22.9	21.9	15.5	16.2	15.7	112.9
			2027F	178,491	24,009	13.5	16,513	21.1	20.8	16.9	17.1	14.8	111.5
로우스	주가(11/26, 달러)	241.6	2024A	83,674	10,466	12.5	6,957	21.7	-	12.3	(18.5)	13.9	-
컴퍼니스	시가총액(십억달러)	135.5	2025F	85,815	10,418	12.1	6,834	19.7	-	12.3	(17.8)	14.1	(55.0)
			2026F	92,093	11,154	12.1	7,295	18.6	-	13.0	(10.2)	13.2	(85.5)
			2027F	95,294	11,828	12.4	7,853	17.1	-	14.1	(6.6)	12.5	(154.0)
트랙터	주가(11/26, 달러)	54.6	2024A	14,883	1,468	9.9	1,101	28.0	12.8	2.1	4.9	14.1	49.8
서플라이	시가총액(십억달러)	28.9	2025F	15,658	1,510	9.6	1,121	25.8	11.2	2.1	4.9	15.2	45.7
			2026F	16,669	1,642	9.8	1,226	23.4	10.2	2.3	5.3	14.0	44.2
			2027F	17,790	1,790	10.1	1,339	21.1	9.0	2.6	6.1	12.9	44.5
윌리엄스	주가(11/26, 달러)	181.1	2024A	7,712	1,430	18.5	1,125	24.0	12.1	8.9	17.2	13.4	52.7
소노마	시가총액(십억달러)	21.6	2025F	7,866	1,413	18.0	1,076	20.7	10.2	8.7	17.8	12.6	48.4
			2026F	8,146	1,452	17.8	1,096	19.8	9.4	9.1	19.2	12.3	48.1
			2027F	8,485	1,523	18.0	1,153	18.2	8.7	10.0	20.8	11.7	54.2
웨이페어	주가(11/26, 달러)	112.6	2024A	11,851	(461)	(3.9)	(492)	-	-	(4.0)	(21.3)	59.6	-
	시가총액(십억달러)	14.7	2025F	12,415	403	3.2	(187)	49.1	-	2.3	(18.6)	22.5	(13.1)
			2026F	13,084	516	3.9	50	39.3	-	2.9	(15.1)	19.4	(17.3)
			2027F	13,877	645	4.7	174	29.6	-	3.8	(10.9)	16.5	(30.6)
플로어 &	주가(11/26, 달러)	64.8	2024A	4,456	256	5.7	206	54.4	5.0	1.9	21.9	17.4	10.0
데코 홀딩스	시가총액(십억달러)	7.0	2025F	4,686	266	5.7	206	34.1	2.9	1.9	22.2	13.1	9.1
			2026F	5,036	295	5.9	228	31.0	2.6	2.1	24.5	12.0	9.0
			2027F	5,531	359	6.5	277	25.4	2.4	2.6	27.2	10.5	9.8
RH	주가(11/26, 달러)	159.4	2024A	3,181	323	10.1	72	90.3	-	3.9	(2.2)	20.2	-
	시가총액(십억달러)	3.0	2025F	3,494	456	13.0	176	17.6	30.4	9.1	5.2	9.4	(240.3)
			2026F	3,849	536	13.9	252	12.6	9.6	12.7	16.6	8.2	168.3
			2027F	4,211	637	15.1	345	9.2	5.3	17.3	29.8	7.3	79.8

주: 11/26 종가 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

미국 추천 기업

알파벳(GOOGL US)

플루언스 에너지(FLNC US)

램 리서치(LRCX US)

테슬라(TSLA US)

라스베가스 샌즈(LVS US)

홈 디포(HD US)

알파벳(GOOGL US)

주가(11/28, 달러)	320.2
시가총액(십억달러)	3,863.3
발행주식수(백만)	5,818
52주 최고/최저가(달러)	328.0/140.5
일평균 거래대금(6개월, 백만달러)	8,465.9
유동주식비율(%)	99.4
주요주주(%)	
Vanguard Group	8.9
블랙록	7.4

	매출액 (백만달러)	영업이익 (백만달러)	순이익 (백만달러)	EPS (달러)	증감률 (%)	EBITDA (백만달러)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
FY22A	282.836	74,842	59,972	4.5	(19.6)	93,670.0	18.1	11.2	4.4	23.6	0.0
FY23A	307.394	84,293	73,795	5.8	28.9	99,601.0	22.8	16.7	6.1	27.4	0.0
FY24A	350,018	113,106	100,118	8.0	37.9	131,005.0	23.9	17.1	7.1	32.9	0.3
FY25F	344,159	131,900	129,619	10.6	31.6	170,629.6	29.4	22.2	9.4	33.2	0.3
FY26F	392,908	155,469	133,913	11.1	4.7	204,775.8	27.1	18.5	7.5	30.7	0.2

자료: Bloomberg, 한국투자증권

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	13.9	86.4	89.5
상대주가(%p)	13.7	60.9	66.9

주가추이

자료: Bloomberg

다 좋아지는 구간

AI 역량 개선: 11/18에 공개된 Gemini 3.0은 코딩 능력을 제외하면 클로드 소넷 4.5(앤트로픽), GPT 5.1(OpenAI) 등 기존 선두 모델의 성능을 모두 상회했다. Gemini Agent 출시를 통해 AI 에이전트가 더욱 많은 레벨의 작업을 직접 처리하고, Gmail 등 구글 생태계에 AI 에이전트가 통합될 수 있는 가능성을 제시했다. 또한, 모델이 진화할수록 API 가격이 하락하는 트렌드에서 역행해 Gemini 3.0 API 가격이 기존의 Gemini 2.5보다 상승한 점도 긍정적이다. 한편, 11/20에 공개된 나노바나나 프로(AI 이미지 생성 서비스)에 대한 호평이 이어지는 점도 고무적이다. 3Q25에 Gemini MAU는 6.5억명으로 +2억명 QoQ 증가했는데, 나노바나나의 흥행이 큰 기여를 한 바 있다. 확연히 개선된 나노바나나 프로의 영향으로 Gemini MAU가 증가하는 흐름이 이어질 전망이다.

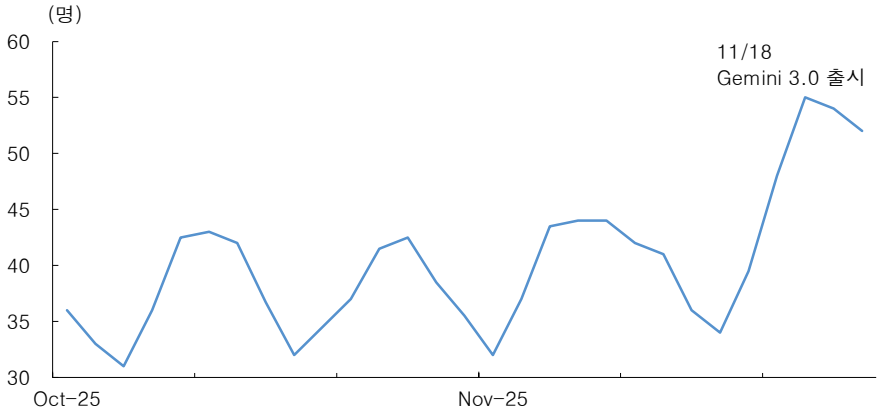
TPU(AI 칩)/클라우드 부문에 대한 기대감: 구글은 AI 모델 Gemini의 훈련과 추론에 자체 AI칩인 TPU 활용을 꾸준히 확대 중이다. 놀라운 점은 호평을 받는 Gemini 3.0 개발 시 학습의 영역에도 대부분 TPU를 활용했다는 사실이다. 이는 TPU 성능이 눈에 띄게 개선됐다는 의미다. TPU의 꾸준한 발전은 구글이 TPU의 외부 판매를 확대하는 계기가 됐다. 그동안 아마존 AWS 인프라만 활용하던 앤트로픽이 구글 클라우드와 대형 계약을 맺고, 11/25에 메타가 구글 TPU 도입을 검토 중이라는 소식이 전해진 점이 대표적 사례다.

외부 요인도 우호적, 밸류에이션 리레이팅이 기대되는 구간: 외부 요인 중 미 정부와의 반독점 소송 리스크가 크게 완화된 점에도 주목해야 한다. 버크셔 해서웨이가 알파벳 지분을 확대한 이유 중 하나도 규제 리스크 완화라고 추정된다. 소송의 쟁점이었던 크롬과 안드로이드 OS 매각 리스크가 지난 9월 중간 판결 결과 현저히 낮아졌기 때문이다. 이는 peer 대비 밸류에이션 디스카운트 요인으로 작용했던 규제 리스크가 완화됐다는 의미로 해석 가능하다. 현재 상대적 주가 부진으로 아마존(29배), 마이크로소프트(28배)의 12MF PER은 30배를 밑돌지만, 과거 두 기업 모두 모멘텀이 강하던 시절에 30배 이상의 밸류에이션을 적용 받았던 점을 감안하면 알파벳의 밸류에이션 리레이팅을 기대할 수 있다고 판단한다.

이동연
dy.lee@koreainvestment.com

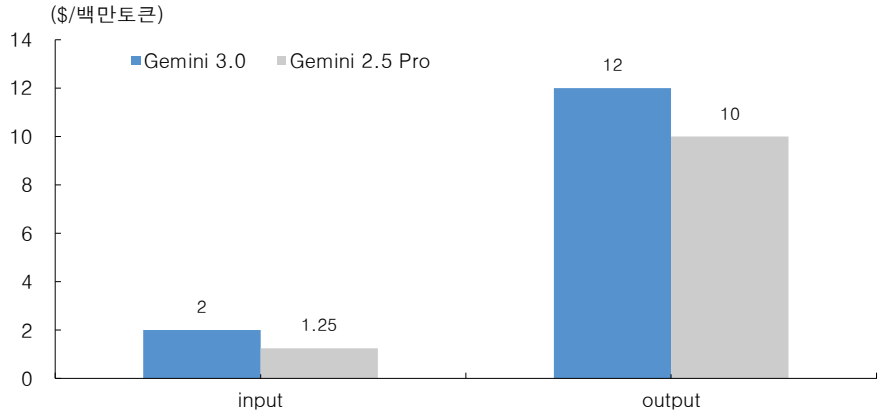
김미래
miraekim@koreainvestment.com

[그림 30] Gemini 유저 단기 증가 추이



자료: similarweb, 한국투자증권

[그림 31] Gemini 3.0 vs. Gemini 2.5 API 가격 비교



자료: 알파벳, 한국투자증권

<표 9> Gemini 3.0 벤치마크 비교표

(단위: %)

Benchmark		Gemini 3 Pro	Gemini 2.5 Pro	Claude Sonnet 4.5	GPT-5.1
Humanity's Last Exam	고난도 학술적 추론	37.5	21.6	13.7	26.5
Humanity's Last Exam (with search and code execution)		45.8			
ARC-AGI-2	시각 추론	31.1	4.9	13.6	17.6
GPQA Diamond	과학적 추론	91.9	86.4	83.4	88.1
AIME 2025	AIME 기반 수학적 추론	95.0	88.0	87.0	94.0
AIME 2025(with code execution)		100.0		100.0	
MathArena Apex	초고난도 수학적 추론	23.4	0.5	1.6	1.0
MMMU-Pro	멀티모달 이해	81.0	68.0	68.0	76.0
ScreenSpot-Pro	스크린 화면 이해	72.7	11.4	36.2	3.5
CharXiv Reasoning	복잡한 차트 해석	81.4	69.6	68.5	69.5
OmniDocBench 1.5	문서 해석 능력	0.115	0.145	0.145	0.147
Video-MMMU	영상 해석 능력	87.6	83.6	77.8	80.4
LiveCodeBench Pro	코딩 능력	2,439	1,775	1,418	2,243
Terminal-Bench 2.0	에이전트 터미널 조작 능력	54.2	32.6	42.8	47.6
SWE-Bench Verified	에이전트 코딩 능력	76.2	59.6	72.2	76.3
T2-bench	에이전트 도구 사용 능력	85.4	54.9	84.7	80.2
Vending-Bench 2($)	장기 계획 및 실행 능력	5,478.2	573.6	3,838.7	1,473.4
FACTS Benchmark Suite	사실 기반 지식 정확성	70.5	63.4	50.4	50.8
SimpleQA Verified	단순 지식 질의응답 정확도	72.1	54.5	29.3	34.9
MMMLU	다국어 지식 문제 해결 능력	91.8	89.5	89.1	91.0
Global PIQA	다국어 기반 상식 추론 능력	93.4	91.5	90.1	90.9
MRCR v2(8-needle)	장기 문맥 유지 능력	77.0	58.0	47.1	61.6

자료: 알파벳, 한국투자증권

<표 10> 실적 및 주요 지표

	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액(백만달러)	257,637	282,836	307,394	350,018	399,854	454,573
영업이익(백만달러)	78,714	74,842	84,293	112,390	130,333	153,589
영업이익률(%)	*30.6*	*26.5*	*27.4*	*32.1*	*32.6*	*33.8*
세전이익(백만달러)	90,734	71,328	85,717	119,815	157,139	161,922
순이익(백만달러)	76,033	59,972	73,795	100,118	129,126	134,964
순이익률(%)	*29.5*	*21.2*	*24.0*	*28.6*	*32.3*	*29.7*
EBITDA(백만달러)	91,155	90,770	97,992	127,701	152,744	184,094
EBITDA 마진(%)	*35.4*	*32.1*	*31.9*	*36.5*	*38.2*	*40.5*
EPS(달러)	5.6	4.6	5.8	8.0	10.6	11.2
EPS증가율(% YoY)	*91.4*	*(18.7)*	*27.2*	*38.6*	*31.6*	*5.6*
BPS(달러)	18.7	19.8	22.5	26.3	33.9	41.9
DPS(달러)	0.0	0.0	0.0	0.6	0.6	0.6
ROA(%)	*21.2*	*16.4*	*18.3*	*22.2*	*23.3*	*20.3*
ROE(%)	*30.0*	*23.0*	*25.8*	*30.5*	*31.3*	*26.6*
배당수익률(%)	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.3*	*0.2*	*0.2*
순차입금(백만달러)	(124,832)	(99,061)	(97,663)	(84,774)	(76,699)	(65,711)
PER(x)	25.8	19.3	24.1	23.5	30.3	28.7
PBR(x)	7.7	4.4	6.2	7.2	9.5	7.6
EV/EBITDA(x)	17.4	9.8	14.1	15.2	21.8	18.2

주: 11월 28일 종가, GAAP 기준
자료: 알파벳, Factset, 한국투자증권

플루언스 에너지(FLNC US)

NASDAQ(11/27)		23,366
주가(11/27, 달러)		19.6
시가총액(십억달러)		3.6
발행주식수(백만)		131.4
52주 최고/최저가(달러)		23.7/3.5
일평균거래대금(6개월, 백만달러)		75.0
유동주식비율(%)		49.1
주요주주(%)	SIMENS PENSION TRUS	15.2
	지멘스	15.0

	매출액 (백만달러)	영업이익 (백만달러)	순이익 (백만달러)	EPS (달러)	증감률 (%)	EBITDA (백만달러)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PSR (배)	ROE (%)	DY (%)
FY23A	2,218	(113)	(70)	(0.6)	NM	(102)	NM	NM	9.9	(16.6)	0.0
FY24A	2,699	27	23	0.1	NM	44	169.1	86.3	8.7	5.2	0.0
FY25A	2,263	(46)	(48)	(0.4)	NM	(10)	NM	NM	4.6	(10.7)	0.0
FY26F	3,291	(8)	(11)	(0.1)	NM	45	NM	76.0	7.0	(1.4)	0.0
FY27F	3,920	67	53	0.3	NM	125	62.9	27.2	6.1	7.8	0.0

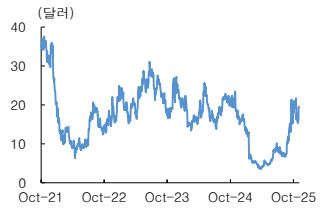
자료: Bloomberg, 한국투자증권

불확실성이 있지만 좋은 업황을 보겠다

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(6.5)	317.9	4.4
상대주가(%p)	(5.0)	241.8	(14.1)

주가추이



자료: Bloomberg

글로벌 주요 BESS 시스템 통합 업체: Fluence Energy는 누적 배치용량 17.8GWh에 달하는 글로벌 주요 BESS 통합 사업자다. H/W와 함께 관련 소프트웨어(Fluence IQ)와 EPC 서비스까지 Turnkey 솔루션을 제공하는 업체다. 지역별 매출 Mix는 FY25 기준 미국 58%, 미국 외 42%로 구성되어 있다. BESS를 최종 조립하는 공장은 베트남(35GWh), 미국(유타 6~8GWh)에 위치해 있으며, 미국 내 밸류체인 구축을 위해 배터리 셀, BMS, Inverter 제조 파트너사를 두고 있다.

FY26 가이던스 Review (Feat. 데이터센터): FY26 매출액 가이던스는 32~36억달러(중간값 기준 50% YoY)로 기존 가이던스 '30% 이상'을 크게 상회했다. 가이던스 상향 배경에는 FY25 램프업 지연으로 인해 이연된 영향이 컸다. 하지만, 가이던스의 백로그 커버율(매출 가이던스 대비 매출로 전환될 백로그 비율)이 85%(FY25 60%)에 달해, 달성 가시성은 높다. 이번 FY4Q25 어닝콜 핵심은 '데이터센터향 BESS TAM 상향 조정'이었다. 기존에 소통한 데이터센터향 BESS TAM(8.5억달러) 대비 10배 가까이 이를 수 있다고 밝힌 점이 긍정적이다. 실제로 FY1Q26 데이터센터향 파이프라인이 30GWh까지 빠르게 늘어났고 이는 FY27년부터 실적에 반영될 전망이다. 85억달러 시장 규모는 Fluence Energy ASP로 역산할 경우 대략 326GW에 달하는 방대한 규모다. 데이터센터향 BESS 설치는 초입 구간이기 때문에 아직 명확한 레퍼런스가 없지만, 1) 데이터센터 전력망 접속 가속화, 2) 디젤 발전기 대체, 3) 전력망 안정화 관점에서 AI 시대 전력망에 필수적인 Component로 급부상해갈 것이다.

공급망 준비를 잘한다면 크게 될 수 있다: 현재 미국 셀 공급원은 AESC와 CATL이다. AESC 외 두 번째 셀 공급선을 확보하면서 다각화도 이뤄냈다. 다만, AESC의 PFE(금지 외국 단체) 적격 판정 여부가 불확실성으로 남아있다. 중국 Envision Group이 AESC의 지분 80%를 소유하고 있기 때문이다. 내년 3월 말까지 PFE 조건을 준수해야 하는데, 다양한 전략(FLNC가 AESC Tennessee 공장 인수)들을 적극적으로 고려 중이다. AESC의 PFE로 판별되지 않고, FLNC가 수직계열화를 이룬다고 가정하면 태양광 Hybrid, 데이터센터라는 두 전방시장에서 현재 대비 나은 조건(AMPC, 수익 분배 관점)으로 BESS 납품이 가능할 것이다.

이성원
seongwon.lee@koreainvestment.com

즉, 중장기 GPM 가이던스 상단인 15%를 초과할 수 있고, 따라서 영업레버리지 효과가 기대된다. 현재 FY27 EV/EBITDA 17배인데, 데이터센터 모멘텀이 추정치에 온전히 반영하기에는 어려운 구간이라는 점을 감안하면 상향 조정 여력이 충분히 남아있다고 판단한다. Fluence Energy에 대해 긍정적인 의견을 제시한다.

<표 11> Fluence Energy 실적 추이

(단위: 백만달러, 달러, %)

	FY1Q23	FY2Q23	FY3Q23	FY4Q23	FY1Q24	FY2Q24	FY3Q24	FY4Q24	FY1Q25	FY2Q25	FY3Q25	FY4Q25
매출액	310	698	536	673	364	623	483	1,228	187	432	603	1,042
YoY	*77.5*	*103.7*	*124.4*	*52.3*	*17.2*	*(10.7)*	*(9.9)*	*82.5*	*(48.7)*	*(30.7)*	*24.7*	*(15.2)*
하드웨어	306	694	530	668	357	614	473	1,205	170	397	584	1,022
YoY	*76.8*	*107.2*	*125.6*	*52.5*	*16.7*	*(11.6)*	*(10.9)*	*80.4*	*(52.4)*	*(35.3)*	*23.5*	*(15.2)*
서비스	3.9	3.1	4.8	4.2	5.7	8.1	9.5	22.0	15.7	32.9	16.9	20.4
YoY	*151.9*	*67.3*	*112.5*	*40.3*	*48.3*	*161.0*	*98.2*	*422.4*	*172.6*	*307.6*	*77.4*	*(7.3)*
Digital	0.8	1.2	1.3	1.1	1.3	1.3	1.2	1.4	1.4	1.4	1.8	3.8
YoY	*124.2*	*(80.3)*	*(27.3)*	*16.7*	*62.4*	*15.5*	*(5.1)*	*20.9*	*8.0*	*4.5*	*48.6*	*174.2*
매출총이익(조정)	15	32	24	78	38	66	85	159	23	45	93	149
GPM	*4.7*	*4.6*	*4.4*	*11.6*	*10.5*	*10.6*	*17.5*	*13.0*	*12.5*	*10.4*	*15.4*	*14.3*
영업이익	(49.6)	(36.6)	(38.6)	12.2	(30.0)	(15.6)	4.6	67.6	(53.7)	(45.1)	4.0	49.0
순이익	(37.2)	(37.4)	(35.0)	4.8	(25.6)	(12.9)	1.1	67.7	(57.0)	(41.9)	6.9	24.1
EPS	(0.2)	(0.2)	(0.2)	0.0	(0.1)	(0.1)	0.0	0.4	(0.3)	(0.2)	0.0	0.1
조정 EBITDA	(25.5)	(24.8)	(26.2)	19.8	(18.3)	(6.1)	15.6	86.9	(49.7)	(30.4)	27.4	72.2
EBITDA 마진	*(8.2)*	*(3.6)*	*(4.9)*	*2.9*	*(5.0)*	*(1.0)*	*3.2*	*7.1*	*(26.6)*	*(7.0)*	*4.5*	*6.9*

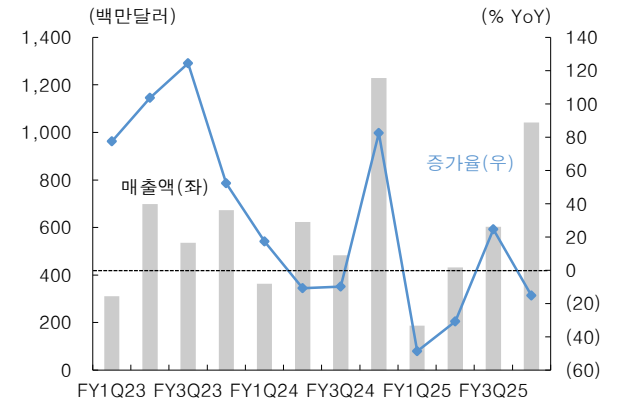
주: FY3Q25는 CY2Q25
자료: Fluence Energy, 한국투자증권

<표 12> Fluence Energy Key Metric

	FY1Q23	FY2Q23	FY3Q23	FY4Q23	FY1Q24	FY2Q24	FY3Q24	FY4Q24	FY1Q25	FY2Q25	FY3Q25	FY4Q25
누적 ESS 배치(GW)	1.9	2.3	2.5	3.0	3.6	4.1	4.5	5.0	5.8	6.2	6.3	6.8
누적 ESS 배치(GWh)	5.1	5.5	6.1	7.2	8.7	10.3	11.6	12.8	14.8	16.5	16.7	17.8
Battery Duration(시간)	2.7	2.4	2.4	2.4	2.4	2.5	2.6	2.6	2.6	2.7	2.7	2.6
ESS 수주(GW)	0.6	0.6	0.4	0.6	1.2	0.9	1.6	1.4	1.0	0.2	0.7	1.5
ESS 수주(GWh)	1.8	1.1	1.4	2.1	2.8	2.2	5.1	4.6	3.4	0.8	2.5	4.9
Battery Duration(시간)	3.0	1.8	3.5	3.5	2.3	2.4	3.2	3.3	3.4	4.0	3.6	3.3
ESS 파이프라인(GW)	9.7	10.7	11.5	12.2	13.2	18.4	24.3	25.7	30.3	32.3	35.7	35.7
서비스 수주(GW)	0.1	1.0	0.1	0.7	1.1	0.5	0.4	1.0	0.5	0.2	1.4	2.4
서비스 수주(GWh)	0.2	2.8	0.1	1.6	2.3	1.0	1.4	3.2	1.7	0.3	4.8	8.9
서비스 파이프라인(GW)	8.3	7.5	8.3	13.7	14.7	20.4	22.8	25.6	26.6	25.9	27.9	29.4
디지털 수주(GW)	0.8	2.7	1.0	1.8	0.4	3.1	0.6	4.5	3.2	1.3	0.9	1.2
디지털 파이프라인(GW)	20.3	21.4	19.4	24.4	31.7	35.6	30.1	64.5	59.1	57.9	60.1	63.7
미국 매출(백만달러)	176.5	557.2	439.8	471.6	259.2	533.8	203.0	597.0	97.3	226.3	275.3	707.0
비미국 매출(백만달러)	134.0	141.0	96.5	201.3	104.7	89.4	280.3	631.1	89.4	205.3	327.2	334.9
백로그(십억달러)	2.7	2.8	2.9	2.9	3.7	3.7	4.5	4.5	5.1	4.9	4.9	5.3

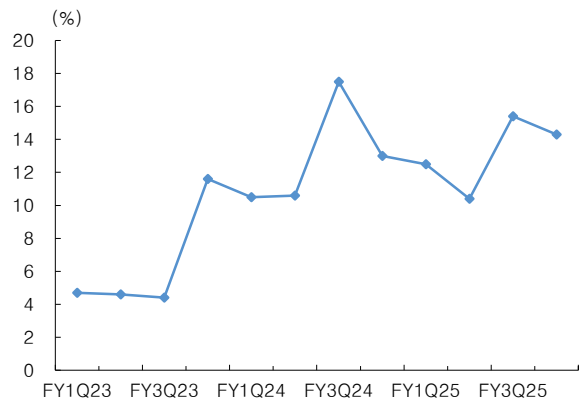
자료: Fluence Energy, 한국투자증권

[그림 32] Fluence Energy 매출액 추이



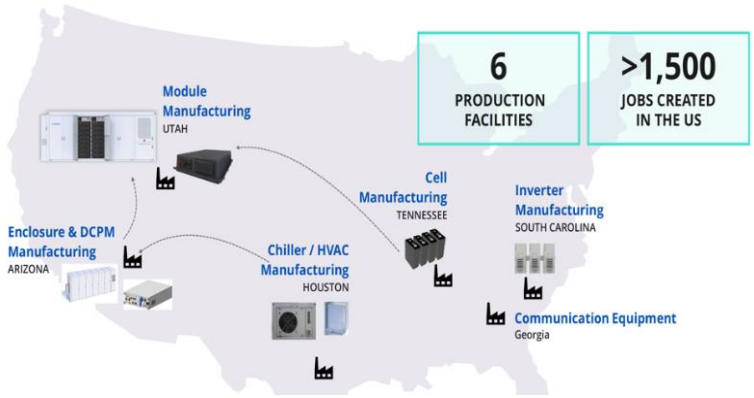
자료: Fluence Energy, 한국투자증권

[그림 33] Fluence Energy GPM 추이



자료: Fluence Energy, 한국투자증권

[그림 34] 미국 내 Fluence 제조 밸류체인 구축: 셀, 부품, 모듈(자체) 생산 거점 마련



자료: Fluence energy, 한국투자증권

<표 13> 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 백만달러, 달러, %, x)

	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025A	FY2026F	FY2027F
매출액	681	1,199	2,218	2,699	2,263	3,291	3,920
영업이익	(159)	(286)	(113)	27	(46)	(8)	67
영업이익률	*(23.3)*	*(23.8)*	*(5.1)*	*1.0*	*(2.0)*	*(0.2)*	*1.7*
세전이익	(160)	(288)	(100)	40	(45)	(10)	72
순이익	(162)	(104)	(70)	23	(48)	(13)	58
순이익률	*(23.8)*	*(8.7)*	*(3.1)*	*0.8*	*(2.1)*	*(0.4)*	*1.5*
EBITDA	(154)	(279)	(102)	44	(10)	45	125
EBITDA margin	*(22.6)*	*(23.3)*	*(4.6)*	*1.6*	*(0.5)*	*1.4*	*3.2*
EPS	(1.4)	(1.5)	(0.6)	0.1	(0.4)	(0.1)	0.3
EPS 증가율	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*
BPS	(0.5)	2.5	2.3	2.6	2.4	2.8	3.2
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	*(30.0)*	*(8.5)*	*(4.5)*	*1.4*	*(2.3)*	*(0.2)*	*1.0*
ROE	*NM*	*(55.0)*	*(16.6)*	*5.2*	*(10.7)*	*(1.4)*	*7.8*
배당수익률	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*
배당성향	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*
순차입금	13	(465)	(295)	(410)	(288)	(254)	(369)
PER	NM	NM	NM	169.1	NM	NM	62.9
PBR	NM	5.8	9.9	8.7	4.6	7.0	6.1
EV/EBITDA	NM	NM	NM	86.3	NM	76.0	27.2

자료: Bloomberg, 한국투자증권

램 리서치(LRCX US)

NASDAQ(11/28)	23,366
주가(11/28, 달러)	156
시가총액(십억달러)	196
발행주식수(백만)	1,256
52주 최고/최저가(달러)	167.2/56.3
일평균 거래대금(6개월, 백만달러)	1,323.9
유동주식비율(%)	99.7
주요주주(%) 뱅가드	10.4

	매출액 (백만달러)	영업이익 (백만달러)	순이익 (백만달러)	EPS (달러)	증감률 (%)	EBITDA (백만달러)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2022A	17,429	5,175	4,511	3.3	NM	5,593	17.9	14.5	9.9	62.3	1.1
2023A	14,905	4,264	3,828	2.9	(12.7)	4,624	35.4	29.8	16.3	45.7	0.8
2024A	18,436	5,901	5,358	4.2	43.1	6,287	23.6	19.4	12.5	58.2	0.9
2025F	21,155	7,101	6,098	4.8	16.4	7,448	32.3	26.0	16.5	56.1	0.6
2026F	23,829	8,207	7,047	5.6	16.7	8,518	27.7	22.7	12.8	63.0	0.7

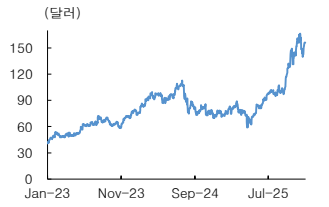
자료: Bloomberg, 한국투자증권

해외 반도체 장비 업종 Top pick

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(0.9)	93.1	111.2
상대주가(%p)	0.6	58.0	73.7

주가추이



자료: Bloomberg

양호한 FY1Q26 실적과 FY2Q26 가이던스: 램 리서치의 FY1Q26(CY3Q25) 매출액과 매출총이익률(Non-GAAP)은 각각 53.2억달러(+3.0% QoQ, +27.7% YoY), 50.6%(+0.3%p QoQ, 2.6%p YoY)로 컨센서스를 소폭 상회했다. 순이익(Non-GAAP)도 16.0억달러(-5.5% QoQ, +43.7% YoY)로 예상치를 3.8% 넘어섰다. FY1Q26 실적은 모두 기존 가이던스에 부합했다. FY2Q26(CY4Q25) 가이던스는 매출액 49~55억달러(컨센서스 48.4억달러), 매출총이익률 47.5~49.5%(컨센서스 48.2%)로 제시했다. CY25 WFE 시장 규모는 기존 전망치 1,050억달러를 소폭 상회할 것이며, CY26 WFE 시장 규모는 강하게 확대되고 하반기에 집중될 것으로 전망했다.

높아지는 식각 공정의 중요도: 식각 공정 내에서는 전도체 식각(램 리서치 M/S 52%)의 성장률(24~27F CAGR 8.0%)이 절연체 식각(도쿄일렉트론 M/S 60%)의 성장률(24~27F CAGR 4.9%)을 크게 앞선다. 이는 반도체 성능 향상의 중심이 금속 배선 중심으로 바뀌며 전도체 식각 수요가 구조적으로 늘어나고 있기 때문이다. TSMC는 N2(2nm) 공정의 성능 향상의 대부분이 BEOL 금속 배선 개선에서 비롯된다고 밝힌 바 있다. 이에 따라, 램 리서치의 2028년 중장기 가이던스(vs 2024년)는 Top line 성장률 61%, EPS 성장률 94%로 높은 성장세를 기록할 것이다. 이는 포토 공정의 핵심 장비인 EUV를 유일하게 제조하는 ASML의 중장기 가이던스(2030년 가이던스 vs 2024년: Top line 성장률 84%, GPM 성장률 +6.7%p)와 큰 차이가 없는 수준이다.

해외 반도체 장비 업종 Top pick 유지: AI 시대에 따른 반도체 복잡성 증가는 램 리서치의 구조적 성장세로 나타나고 있고, 업황은 더할 나위 없이 좋다. 램 리서치의 12MF PER은 30배로 리레이팅이 현재 진행 중이다. 램 리서치에 대해 긍정적인 의견을 유지한다.

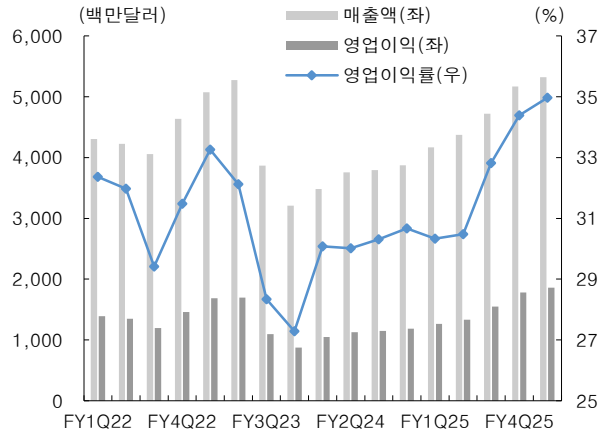
문승환
sh.m@koreainvestment.com

<표 14> 램 리서치 공정별 장비 분류

Segment 1	Segment 2	Segment 3	Segment 4
Deposition	CVD	Atomic Layer Deposition Tools Nontube LPCVD Plasma CVD	Atomic Layer Deposition Platforms Nontube LPCVD Plasma CVD
	ECD	ECD	ECD
Material Removal and Cleaning	Bevel Edge Removal (Dry)	Bevel Edge Removal (Dry)	Bevel Edge Removal (Dry)
	Dry Etch	Silicon Wafer Etch Tools	Conductor Etch Dielectric Etch
	Dry Strip	Dry Strip	Dry Strip
	Spray Processors	Single Wafer Processors	Single Wafer Processors

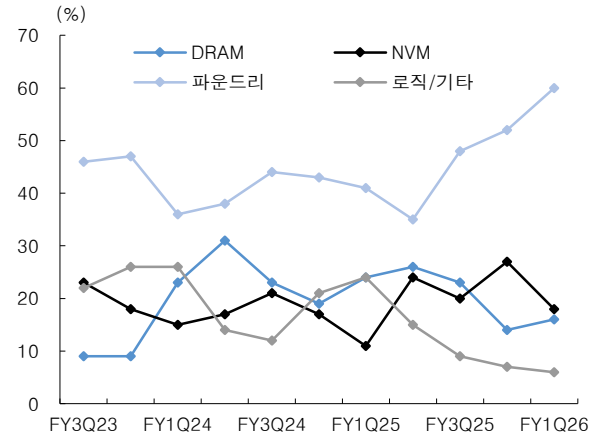
자료: Gartner, 한국투자증권

[그림 35] 분기별 매출액 및 영업이익률 추이



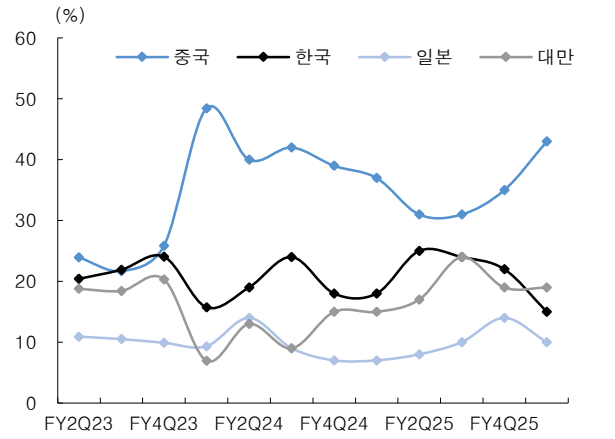
자료: 램 리서치, 한국투자증권

[그림 36] 사업별 매출 비중



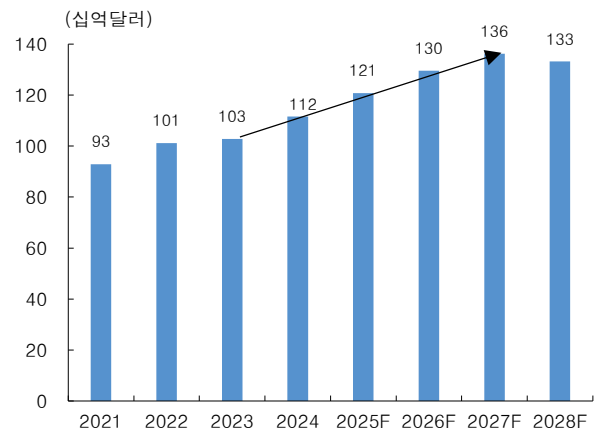
자료: 램 리서치, 한국투자증권

[그림 37] 국가별 매출 비중



자료: 램 리서치, 한국투자증권

[그림 38] 글로벌 WFE 시장 전망



자료: Gartner, 한국투자증권

<표 15> 분기별 주요 사업 실적 요약

(단위: 백만달러, %)

	FY1Q25	FY2Q25	FY3Q25	FY4Q25	FY1Q26
매출	**4,168**	**4,376**	**4,720**	**5,171**	**5,324**
System	2,393	2,626	3,035	3,438	3,548
메모리	837	1,313	1,305	1,409	1,206
DRAM	574	683	698	481	568
NVM	263	630	607	928	639
파운드리	981	919	1,457	1,788	2,129
로직/기타	574	394	273	241	213
CSBG	1,775	1,750	1,685	1,734	1,777
영업이익	**1,264**	**1,334**	**1,549**	**1,779**	**1,862**
영업이익률	*30.3*	*30.5*	*32.8*	*34.4*	*35.0*
순이익	**1,116**	**1,191**	**1,336**	**1,698**	**1,605**

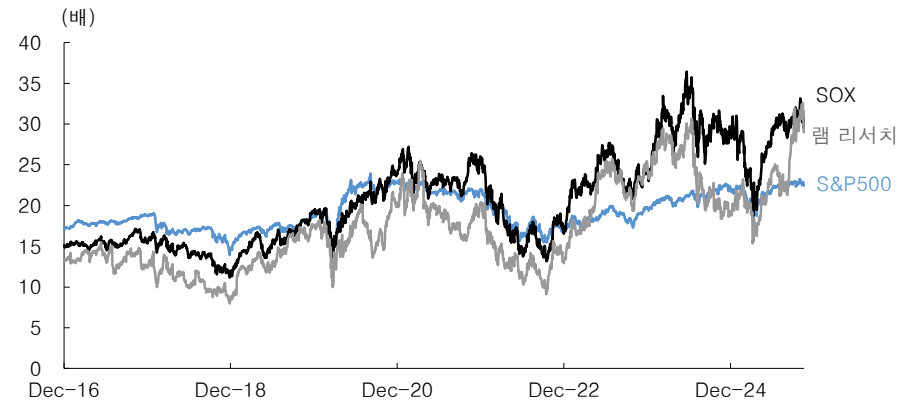
자료: 램 리서치, 한국투자증권

<표 16> 실적 및 주요 지표

	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026F	FY2027F
매출액(백만달러)	17,227	17,429	14,905	18,436	21,155	23,829
영업이익(백만달러)	5,382	5,175	4,264	5,901	7,101	8,207
영업이익률(%)	31.2	29.7	28.6	32.0	33.6	34.4
세전이익(백만달러)	5,193	5,109	4,360	5,958	7,133	8,275
순이익(백만달러)	4,605	4,511	3,828	5,358	6,098	7,047
순이익률(%)	26.7	25.9	25.7	29.1	28.8	29.6
EBITDA	5,785	5,593	4,624	6,287	7,448	8,518
EBITDA 마진(%)	33.6	32.1	31.0	34.1	35.2	35.7
EPS(달러)	3.3	3.3	2.9	4.2	4.8	5.6
EPS증가율(% YoY)	21.7	1.4	(12.7)	43.1	16.4	16.7
BPS	4.6	6.2	6.5	7.8	9.4	12.2
DPS	0.6	0.7	0.8	0.9	1.0	1.1
ROA(%)	27.8	25.1	20.4	26.7	26.9	26.9
ROE(%)	74.8	62.3	45.7	58.2	56.1	63.0
배당수익률(%)	1.3	1.1	0.8	0.9	0.6	0.7
배당성향(%)	18.2	20.7	27.5	22.1	NM	NM
순차입금(백만달러)	1,567	(126)	(865)	(1,634)	(2,977)	(4,288)
PER(x)	13.7	17.9	35.4	23.6	32.3	27.7
PBR(x)	9.8	9.9	16.3	12.5	16.5	12.8
EV/EBITDA(x)	10.9	14.5	29.8	19.4	26.0	22.7

주: 11/28 종가, GAAP 기준
자료: 램 리서치, Bloomberg, 한국투자증권

[그림 39] 램 리서치 12MF PER 추이



자료: Factset, 한국투자증권

<표 17> 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 백만달러, 달러, %, x)

	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025A	FY2026F	FY2027F
매출액	681	1,199	2,218	2,699	2,263	3,291	3,920
영업이익	(159)	(286)	(113)	27	(46)	(8)	67
영업이익률	*(23.3)*	*(23.8)*	*(5.1)*	*1.0*	*(2.0)*	*(0.2)*	*1.7*
세전이익	(160)	(288)	(100)	40	(45)	(10)	72
순이익	(162)	(104)	(70)	23	(48)	(13)	58
순이익률	*(23.8)*	*(8.7)*	*(3.1)*	*0.8*	*(2.1)*	*(0.4)*	*1.5*
EBITDA	(154)	(279)	(102)	44	(10)	45	125
EBITDA margin	*(22.6)*	*(23.3)*	*(4.6)*	*1.6*	*(0.5)*	*1.4*	*3.2*
EPS	(1.4)	(1.5)	(0.6)	0.1	(0.4)	(0.1)	0.3
EPS 증가율	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*
BPS	(0.5)	2.5	2.3	2.6	2.4	2.8	3.2
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	*(30.0)*	*(8.5)*	*(4.5)*	*1.4*	*(2.3)*	*(0.2)*	*1.0*
ROE	*NM*	*(55.0)*	*(16.6)*	*5.2*	*(10.7)*	*(1.4)*	*7.8*
배당수익률	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*
배당성향	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*
순차입금	13	(465)	(295)	(410)	(288)	(254)	(369)
PER	NM	NM	NM	169.1	NM	NM	62.9
PBR	NM	5.8	9.9	8.7	4.6	7.0	6.1
EV/EBITDA	NM	NM	NM	86.3	NM	76.0	27.2

자료: Bloomberg, 한국투자증권

Tesla (TSLA US)

주가(11/28, 달러)		430.2
시가총액(백만달러)		1,430.7
발행주식수(백만)		3,325.8
52주 최고/최저가(달러)		488.5/214.3
일평균 거래대금(6개월, 백만달러)		34,572.2
유동주식비율(%)		87.5
주요주주(%)	Elon Musk	12.4
	VANGUARD GROUP	7.6

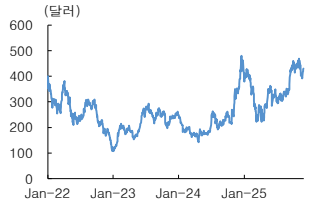
	매출액 (백만달러)	영업이익 (백만달러)	순이익 (백만달러)	EPS (달러)	증감률 (%)	EBITDA (백만달러)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2022A	81,462	13,832	12,556	3.6	121.6	18,201.0	33.7	20.6	8.7	33.5	0.0
2023A	96,773	8,891	14,997	4.3	18.8	14,711.0	95.6	52.5	12.6	27.9	0.0
2024A	99,486	7,292	6,514	1.9	(56.1)	14,207.8	96.7	47.6	10.3	10.9	0.0
2025F	95,172	4,556	4,299	1.2	(40.9)	12,754	263.1	109.6	17.8	6.8	0.0
2026F	108,293	7,170	6,414	1.9	54.1	15,186	192.5	92.0	16.5	7.9	0.0

자료: Bloomberg

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(5.8)	24.2	24.6
상대주가(%p)	(4.3)	1.6	2.5

주가추이



자료: Bloomberg

Physical AI로 진화 중

Physical AI 기업으로의 성장 스토리 강화: 테슬라 주주총회에서 일론 머스크의 1조달러 규모의 보상안이 주주 75% 이상의 찬성으로 통과됐다. 이번 보상 구조는 단순한 보수체계가 아니라 향후 10년간 테슬라가 달성해야 할 명확한 성장 로드맵을 내포하고 있다. 머스크는 연간 1,200만대의 차량 인도, 100만대의 로보택시 상용화, 100만대의 휴머노이드 로봇 양산, 그리고 8.5조달러 시가총액 달성을 목표로 제시했다. 이는 테슬라가 전기차 제조사를 넘어 휴머노이드 로봇·AI·칩·모빌리티 서비스로 확장하는 Physical AI 플랫폼 기업으로 진화하고 있음을 보여준다.

로보택시, 휴머노이드, AI 칩 구체화: 이번 주주총회에서 테슬라는 차세대 성장 동력으로 휴머노이드 로봇·로보택시·AI 반도체를 구체화했다. 전용 로보택시 차량 사이버캡은 2026년 4월부터 텍사스 오스틴 공장에서 양산을 시작할 예정으로, 페달과 운전대가 없는 완전 자율주행 전용 모델이다. 테슬라는 이를 통해 마일당 운행 비용을 획기적으로 절감하고, 로보택시 사업의 UE 손익분기점을 달성할 것으로 전망된다. 초기 상용 서비스는 라스베가스, 마이애미, 댈러스, 피닉스 등 미국 주요 메트로 지역에서 개시될 예정이며, 이는 테슬라 로보택시 네트워크의 전국 확장 단계로 평가된다. 휴머노이드 로봇 Optimus는 단가 약 2만달러 수준을 목표로 하며, 100만대 규모의 대량 생산 체계(프리몬트 공장)를 중기 과제로 제시했다. 또한 테슬라는 자체 칩 개발을 통한 반도체 내재화가 자율주행·로봇·에너지 사업의 핵심 인프라가 될 것이라고 강조했다. AI5 칩은 TSMC(대만, 애리조나, 텍사스), 삼성전자 등 네 곳에서 분산 생산될 예정이며 AI5 양산 시작 후 1년 이내, AI6로 전환할 계획이다. 테슬라는 칩 수요를 충족하기 위해 대규모 반도체 공장(gigantic chip fab) 건설 가능성도 언급했다.

Top-pick의견 유지: 글로벌 무역 환경과 환경 정책 불확실성에도 불구하고, 최근 테슬라는 로보택시 사업 확대와 FSD 소프트웨어 고도화를 적극적으로 추진 중이다. 테슬라는 2025년 12월까지 텍사스 오스틴에서의 로보택시 차량 수를 두 배로 늘리겠다고 언급했으며, 연말까지 미국 주요 도시 8~10곳으로 서비스를 확대하겠다는 계획도 반복해서 강조했다. 이에 테슬라를 글로벌 자율주행 산업 내 Top-pick으로 유지한다.

이지수
jisoolee@koreainvestment.com

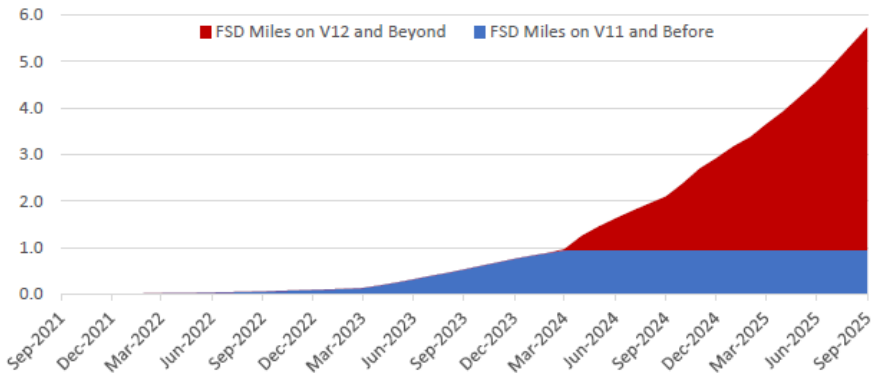
<표 18> 분기별 실적 추이

(단위: 천대, 백만달러, 달러)

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
판매대수	423	466	435	484	387	424	463	496	337	384	497
모델 3/Y	412	447	419	461	370	422	440	472	324	374	481
기타 모델	11	19	16	23	17	2	23	24	13	10	16
생산대수	441	480	430	495	433	411	470	459	363	410	447
모델 3/Y	421	460	417	477	412	387	444	437	345	397	436
기타 모델	19	19	14	18	21	24	26	23	17	13	11
매출액	23,329	24,927	23,350	25,167	21,301	25,500	25,182	25,707	19,335	22,496	28,095
자동차	19,963	21,268	19,625	21,563	17,378	19,878	20,016	19,798	13,967	16.661	21,205
에너지	1,529	1,509	1,559	1,438	1,635	3,014	2,376	3,061	2,730	2,789	3,415
기타	1,837	2,150	2,166	2,166	2,288	2,608	2,790	2,848	2,638	3,046	3,476
매출총이익	4,511	4,533	4,178	4,438	3,696	4,578	4,997	4,179	3,153	3,878	5,054
매출총이익률(%)	*19.3*	*18.2*	*17.9*	*17.6*	*17.4*	*18.0*	*19.8*	*16.3*	*16.3*	*17.2*	*18.0*
영업이익	2,664	2,399	1,764	2,064	1,171	1,605	2,717	1,583	399	923	1,624
영업이익률(%)	*11.4*	*9.6*	*7.6*	*8.7*	*9.8*	*8.7*	*12.9*	*13.0*	*6.0*	*8.9*	*8.1*
세전이익	2,800	2,937	2,045	2,191	1,888	1,787	2,784	2,766	589	1,549	1,959
세전이익률(%)	*12.0*	*11.8*	*8.8*	*8.8*	*7.3*	*7.4*	*8.7*	*9.8*	*8.7*	*12.9*	*13.0*
순이익	2,539	2,614	1,878	7,928	1,390	1,400	2,167	2,317	409	1,172	1,373
순이익률(%)	*10.9*	*10.5*	*8.0*	*31.5*	*6.5*	*5.5*	*8.6*	*9.0*	*2.1*	*5.2*	*4.9*

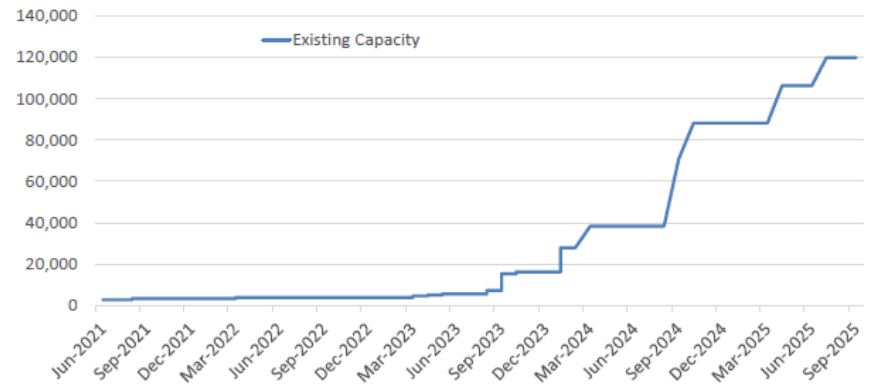
자료: Tesla, Bloomberg, 한국투자증권

[그림 40] 감독형 FSD로 주행한 누적 마일



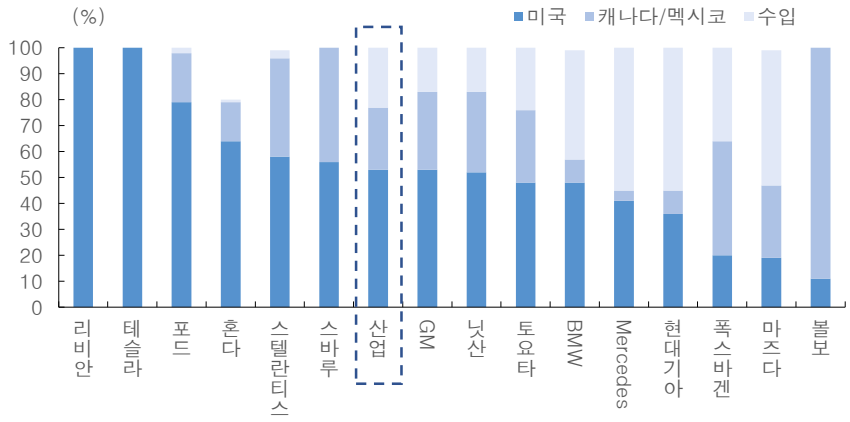
자료: Tesla, 한국투자증권

[그림 41] 테슬라의 AI 학습용 처리 능력 확장 추이



자료: Tesla, 한국투자증권

[그림 42] 2024년 기준 글로벌 주요 완성차 원산지별 미국 판매량 구성



자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 19> 테슬라의 연간 생산능력 현황

(단위: 대)

지역	모델	생산능력	상태
캘리포니아	모델 S/ 모델 X	100,000	생산중
	모델 3/ 모델 Y	>550,000	생산중
상하이	모델 3/모델 Y	>950,000	생산중
베를린	모델 Y	>375,000	생산중
텍사스	모델 Y	>250,000	생산중
	사이버트럭	>125,000	생산중
	사이버캡	-	건설중
네바다	테슬라 세미	-	건설중
TBD	로드스터	-	개발중

자료: Tesla, 한국투자증권

<표 20> 테슬라 모델별 부품 공급 지역별 비중

(단위: %)

	미국/캐나다	멕시코
Cybertruck	65	25
Model 3 Long Range AWD	75	20
Model 3 Long Range RWD	75	20
Model 3 Performance	70	20
Model S	65	20
Model X	60	25
Model Y Long Ragne AWD	70	25
Model Y Long Range RWD	70	25
Model Y Performance	70	20

자료: NHTSA, 한국투자증권

<표 21> 실적 및 주요 지표

	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F
매출액(백만달러)	53,823	81,462	96,773	97,690	95,172	108,293
영업이익(백만달러)	6,469	13,832	8,891	7,760	4,556	7,170
영업이익률(%)	12.0	17.0	9.2	7.9	4.8	6.6
세전이익(백만달러)	6,343	13,719	9,973	8,990	6,468	8,402
순이익(백만달러)	5,514	12,556	14,997	7,091	4,299	6,414
순이익률(%)	10.2	15.4	15.5	7.3	4.5	5.9
EBITDA(백만달러)	10,061	18,201	14,711	13,944	12,754	15,186
EBITDA 마진(%)	18.7	22.3	15.2	14.3	13.4	14.0
EPS(달러)	1.6	3.6	4.3	2.0	1.2	1.9
EPS증가율(% YoY)	665.6	121.6	18.8	(52.6)	(40.9)	54.1
BPS(달러)	9.7	14.1	19.7	22.7	24.2	26.1
DPS(달러)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA(%)	9.7	17.4	15.9	6.2	3.8	4.4
ROE(%)	21.1	33.5	27.9	10.5	6.8	7.9
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순차입금(백만달러)	(8,834)	(16,437)	(19,521)	(22,940)	(34,450)	(37,754)
PER(x)	217.3	33.7	95.6	184.0	263.1	192.5
PBR(x)	36.2	8.7	12.6	17.8	17.8	16.5
EV/EBITDA(x)	107.8	20.6	52.5	91.6	109.6	92.0

주: 11월 28일 종가 기준
자료: Tesla, Bloomberg, 한국투자증권

라스베가스 샌즈(LVS US)

주가(11/30, 달러)	68.2
시가총액(십억달러)	46.1
발행주식수(백만)	676
52주 최고/최저가(달러)	68.6/30.2
일평균 거래대금(6개월, 백만달러)	273
유동주식비율(%)	43.0
주요주주(%)	
Adelson Miriam Ochsh	50.9
Vanguard Group	6.3

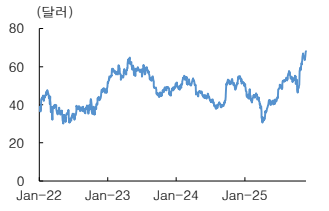
	매출액 (백만달러)	영업이익 (백만달러)	순이익 (백만달러)	EPS (달러)	증감률 (%)	EBITDA (백만달러)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2023A	10,372	2,313	1,423	1.9	NM	3,797	26.3	12.2	9.0	30.5	0.8
2024A	11,298	2,402	1,673	2.3	20.1	4,029	22.4	11.8	12.8	41.3	1.6
2025F	12,632	3,030	1,956	2.9	29.1	4,777	23.3	12.3	17.7	76.0	1.7
2026F	13,296	3,350	2,113	3.2	9.0	5,061	21.3	11.6	13.1	89.6	2.1
2027F	13,980	3,556	2,318	3.5	10.4	5,356	19.3	11.0	14.4	95.2	1.8

주: Non-GAAP 기준 비교 실질

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	14.8	65.6	28.5
상대주가(%p)	12.9	50.1	19.3

주가추이



연말에도 게임은 계속된다

마카오 현황: 라스베가스 샌즈(이하 LVS)는 마카오 내 The Londoner 리노베이션이 2분기 말 마무리되며 객실 포트폴리오가 강화됨에 따라 3분기 조정 EBITDA가 전년대비 76.6% 증가했다. 게임 매출 역시 스마트 게이밍 기능 도입과 사이드 베팅 옵션 확대를 통해 우호적인 홀드율을 기록했다. 4분기에는 로컬 경쟁 심화로 프로모션 및 마케팅 비용이 증가할 가능성이 있으나, 이에 따른 비용 압력을 상쇄할 만큼 마카오 내 게임 매출 확대가 이루어질 것으로 판단된다. 현 시점에서는 단기 마진 변동보다는 EBITDA 성장 추세에 초점을 둘 필요가 있다.

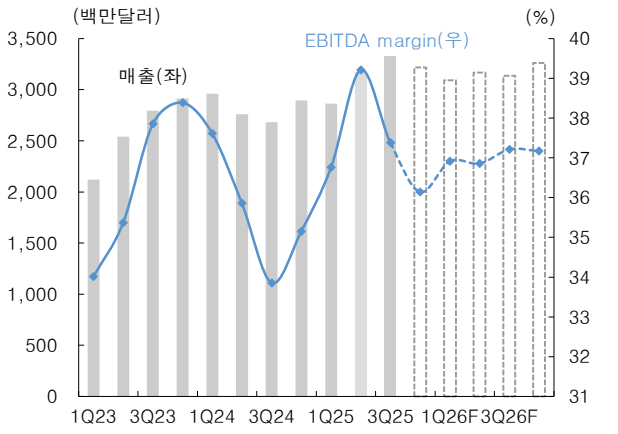
싱가포르 프리미엄: LVS의 싱가포르 마리나 베이 샌즈 리조트는 고급 호텔과 아레나 시설이 포함된 네 번째 타워를 2031년 완공 목표로 건설 중이다. 가족 단위 여행객을 타겟하는 경쟁사와 달리 LVS는 카지노 중심 전략을 이어갈 것이다. LVS의 3분기 싱가포르 부문 EBITDA는 전년대비 83% 증가했고, 올해 연간 목표치였던 25억달러 중 이미 21.2억달러를 달성해 목표 초과 달성이 유력해졌다. 특히 카지노 부문에서는 VIP 매출은 전년대비 282% 급증했고, Mass 역시 44% 증가했다. 최근 싱가포르 정부도 신규 개장을 준비하는 주변 국가들을 견제하여 LVS를 포함한 2개 기업에 카지노 독점 운영 기간을 2030년 말까지 연장하며 민첩한 대응을 하고 있다. 2028년까지 매년 외국인 관광객 50만명 유치를 목표로 두 기업 모두 시설 확장공사를 진행하고 있다. 싱가포르 게임 시장이 성장하며 LVS의 수혜는 지속될 수밖에 없다.

밸류에이션 점검: LVS는 아시아 카지노 산업의 대표주자다. 마카오의 빠른 회복과 함께 싱가포르가 관광도시로 자리매김하면서, 두 지역 모두 견조한 게임 매출 성장세를 이어가고 있다. 두 지역의 최대 수혜자인 LVS는 6M 수익률 71.5%를 기록하고 있으며, 3분기 실적발표(10/24 LVS US: FY3Q25 Review) 이후 52주 신고가를 경신했다. 그런데도 밸류에이션은 여전히 12MF EV/EBITDA 12.0배로, 중장기 평균(11.5배)과 비슷한 구간에 머물러 있고, EBITDA의 50% 이상을 차지하는 싱가포르에 대한 프리미엄을 반영하지 못하고 있다. 매수 의견을 유지한다.

이승연

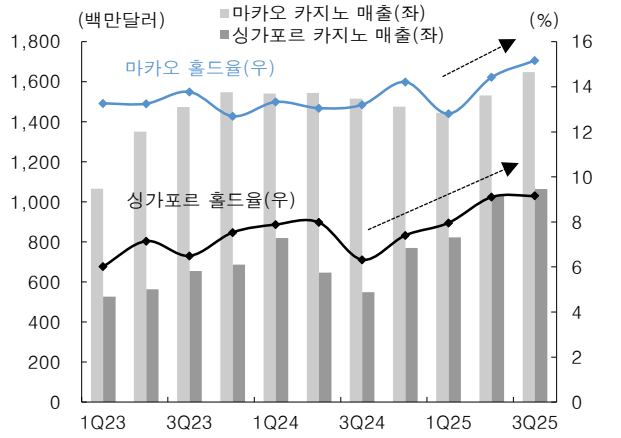
vsylee@koreainvestment.com

[그림 43] 매출액 및 조정 EBITDA 마진 추이



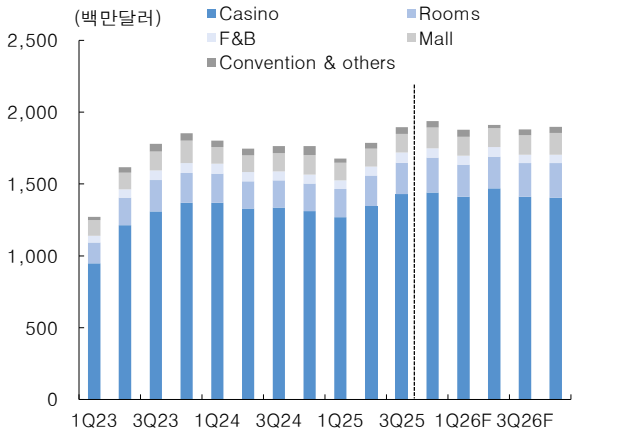
주: 조정 EBITDA 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 44] 마카오 vs. 싱가포르 카지노 매출 및 홀드율 추이



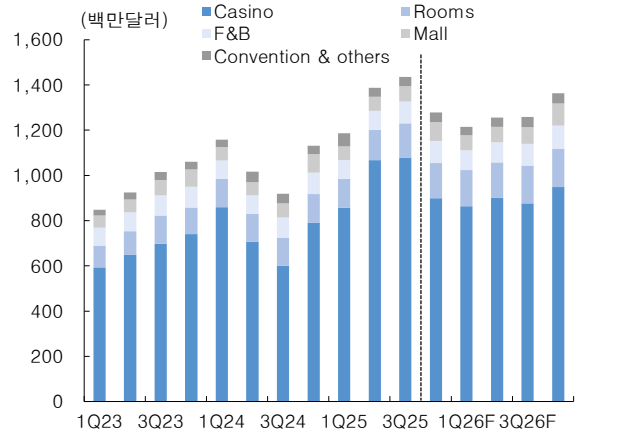
주: 전체 테이블 게임 드랍액과 Win 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 45] 마카오 사업부별 매출 추이 및 전망



주: Intersegment 조정 미포함
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 46] 싱가포르 사업부별 매출 추이 및 전망

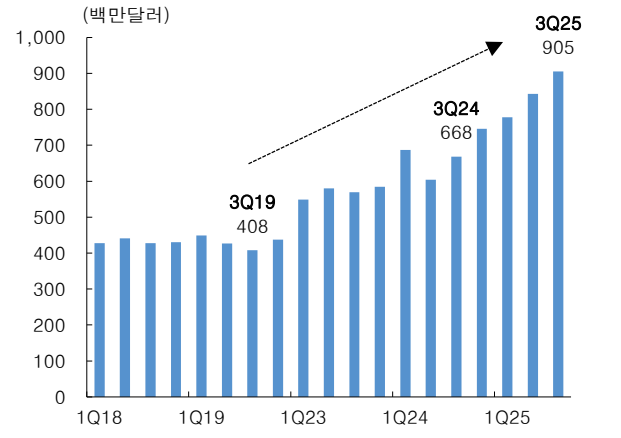


주: Intersegment 조정 미포함
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 47] 싱가포르 카지노 위치

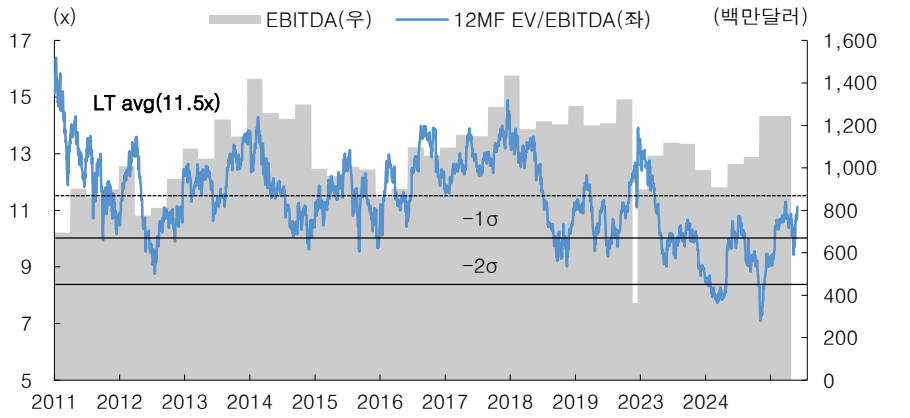
자료: Bloomberg Intelligence, 한국투자증권

[그림 48] 싱가포르 MBS Mass 게임 매출 추이



주: Mass 테이블+슬롯머신 매출 기준. 코로나19 팬데믹 영향으로 2020~2022년 제외
자료: Las Vegas Sands, 한국투자증권

[그림 49] 12MF EV/EBITDA 밸류에이션 추이 – 현재 12.0배



주: 세계보건기구(WHO) 기준 코로나19 팬데믹 기간 2020/1/30~2023/5/5 시기는 제외
자료: Factset, 한국투자증권

<표 22> LVS 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 백만달러, 달러, %, x)

	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F
매출액	3,612	4,234	4,110	10,372	11,298	12,632	13,296
영업이익	(1,593)	(826)	(792)	2,313	2,402	3,030	3,350
영업이익률	(44.1)	(19.5)	(19.3)	22.3	21.3	24.0	25.2
세전이익	(2,086)	(0)	(1,387)	1,775	1,960	2,447	2,815
순이익	(1,616)	(903)	(918)	1,423	1,673	1,956	2,113
순이익률	(44.7)	(21.3)	(22.3)	13.7	14.8	15.5	15.9
EBITDA	(395)	519	442	3,797	4,029	4,777	5,061
EBITDA margin	(10.9)	12.3	10.8	36.6	35.7	37.8	38.1
EPS	(2.1)	(1.2)	(1.2)	1.9	2.3	2.9	3.2
EPS 증가율	NM	NM	NM	NM	20.1	29.1	9.0
BPS	3.9	2.6	5.1	5.5	4.0	3.9	5.2
DPS	0.8	0.0	0.0	0.4	0.8	1.1	1.4
ROA	(7.7)	(4.7)	8.7	5.6	6.8	10.6	11.8
ROE	(41.3)	(38.7)	62.3	30.5	41.3	76.0	89.6
배당수익률	1.3	0.0	0.0	0.8	1.6	1.7	2.1
배당성향	NM	NM	NM	25.0	40.7	38.4	45.4
순차입금	11,845	12,951	9,675	8,933	10,112	12,057	10,636
PER	NM	NM	NM	26.3	22.4	23.3	21.3
PBR	15.3	14.4	9.5	9.0	12.8	17.7	13.1
EV/EBITDA	NM	110.6	105.6	12.2	11.8	12.3	11.6

주: Non-GAAP 기준 비교 실질
자료: Bloomberg, 한국투자증권

홈 디포(HD US)

S&P500(11/26)	6,812.6
주가(11/26, 달러)	355.5
목표주가(달러)	399.6
상승여력(%)	12.4
시가총액(십억달러)	353.9
52주 최고/최저가(달러)	436.4/326.3
일평균거래대금(6개월,백만달러)	1,377.9
유동주식비율(%)	99.9

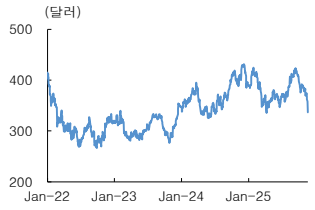
	매출액 (백만달러)	영업이익 (백만달러)	순이익 (백만달러)	EPS (달러)	증감률 (%)	EBITDA (백만달러)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
FY22A	157,403	24,039	17,105	16.74	7.4	28,183	19.0	13.1	206.0	-	2.4
FY23A	152,669	21,689	15,143	15.16	(9.4)	26,295	23.5	15.3	337.6	1,162.2	2.4
FY24A	159,514	21,526	14,806	14.96	(1.3)	26,948	27.6	17.5	61.7	385.4	2.2
FY25F	164,467	21,411	14,304	14.56	(2.6)	24,853	23.1	15.7	27.4	146.4	2.7
FY26F	171,132	22,464	15,294	15.50	6.4	26,043	21.7	15.0	20.7	112.9	2.8

자료: Bloomberg, 한국투자증권

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(8.1)	(2.0)	(17.2)
상대주가(%p)	(8.4)	(19.4)	(30.4)

주가추이



자료: Bloomberg

12월 기준금리 인하 기대감 확대 수혜 업체

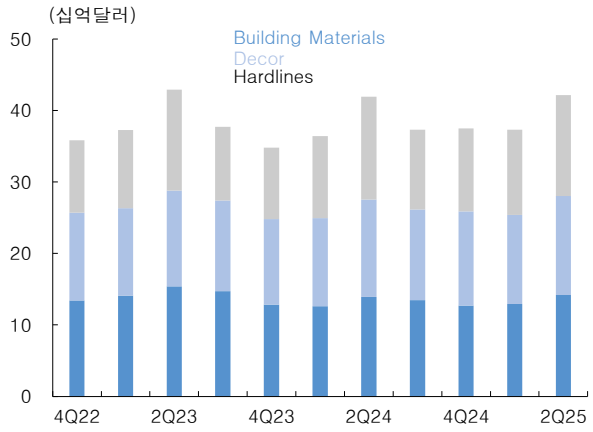
오프라인 주택 시장의 더딘 회복, 디지털 판매 증가세는 지속: 홈디포의 3분기 매출은 413.5억달러로 전년동기대비 2.8% 증가해 컨센서스였던 411.7억달러를 상회했다. 반면 조정 EPS는 3.74달러로 전년동기대비 1.1% 감소해 기대치였던 3.83달러를 하회했다. 홈디포의 전체 동일 점포 매출은 전년동기대비 0.2% 증가하는 것에 그쳐 예상치였던 1.3%를 하회했다. 평균 객단가가 1.8% 높아졌으나, 거래건수가 1.6% 감소했기 때문이다. 디지털 플랫폼 활용 매출은 전년동기대비 11% 증가하며 매출 성장에 기여했다. 지역별로는 미국, 해외 매출이 각각 전년동기대비 2.7%, 4.7% 증가했다. 서비스 매출은 3.1% 감소했으나, 비중이 높은 제품 매출이 3.1% 증가했다.

낮아진 기대, 낮아진 부담, 높아진 밸류에이션 매력: 홈디포는 추가 상승 여력을 보유하고 있다고 판단한다. 미국 주택 개량 수요가 더디게 회복하며 가이던스가 하향됐으나, 낮아진 밸류에이션 부담과 높아진 12월 기준금리 인하 기대감이 주가 반등 동력으로 작용할 것으로 예상되기 때문이다. 월간 지표를 살펴보면, 9월, 10월의 동일점포 매출이 감소했으나, 중장기적으로는 개선되고 있는 미국 주택 지표도 홈디포에게는 긍정적으로 작용할 전망이다. 미국의 기존, 신규 주택건수가 전월대비 증가했고, 모기지 금리가 6.4%에 위치해 모기지 신청건수도 늘었다.

홈디포는 프로젝트 진행에 필요한 제품 주문/배송 추적 시스템을 강화하고, 천장, 철골 프레임 등의 특수 천축 제품을 제공하는 유통업체를 인수 하는 등 사업 영역도 확대하고 있다. 디지털 플랫폼을 활용한 주문도 증가하며 판매채널 다각화에 따른 실적 개선도 기대된다. 12월 기준금리 인하 기대감에 따른 조정이 나타났으나, 셧다운 이후의 연이은 지표 공개 이후 12월 인하 확률이 재차 80%를 넘어섰다. 12MF PER은 연초까지만 해도 26배를 넘어섰으나, 실적 발표 이후의 조정으로 23.3배로 낮아졌다. 동일 업종 평균인 24.2배 대비로도 낮은 수준이다. 연준의 정책 불확실성이 주가 등락을 좌우할 수 있는 국면이나, 추가적인 기준금리 인하가 예상되고, 파월 의장 임기 만료에 따른 수혜가 예상된다는 점에서도 저점 매수를 고려해 볼 수 있는 업체라고 판단한다.

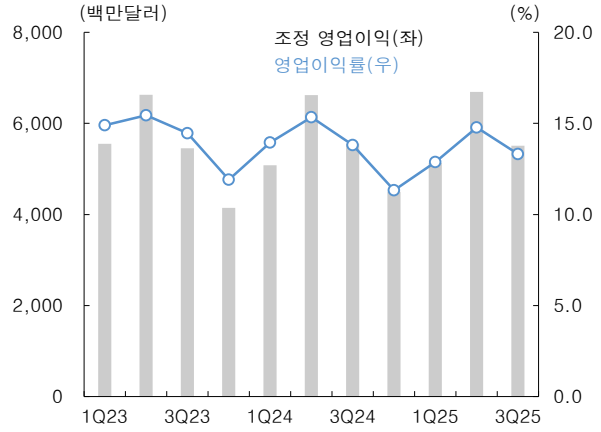
최보원
bochoi@koreainvestment.com

[그림 50] 부문별 매출액 추이



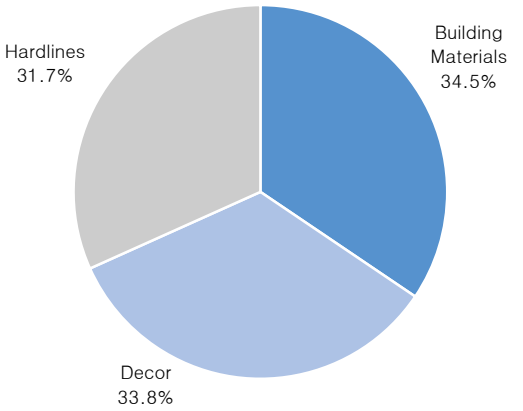
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 51] 조정 영업이익 및 영업이익률 추이



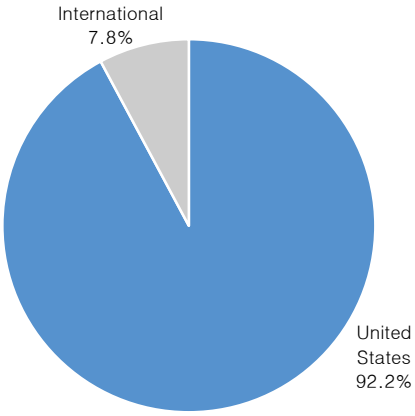
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 52] 부문별 매출 비중(2024)



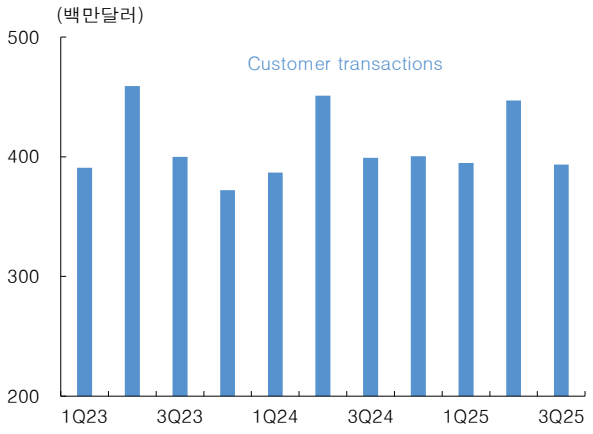
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 53] 지역별 매출 비중(2024)



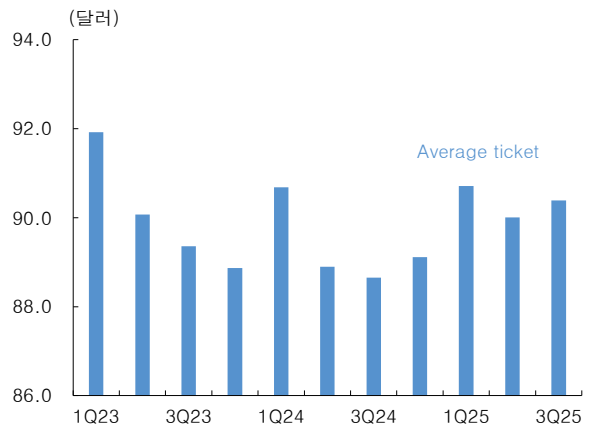
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 54] Customer transactions 추이



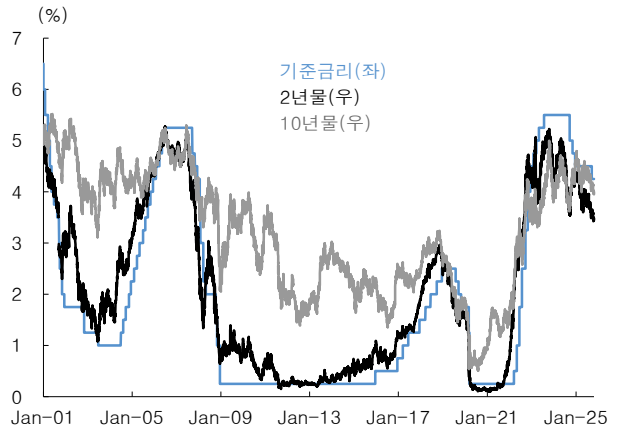
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 55] Average ticket 가격 추이



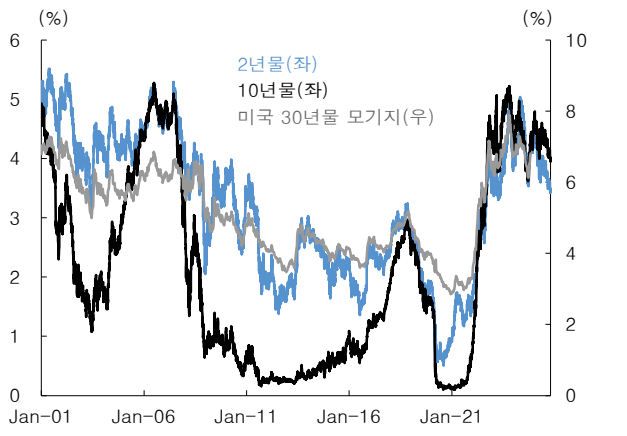
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 56] 기준금리 및 2년물, 10년물 국채 금리



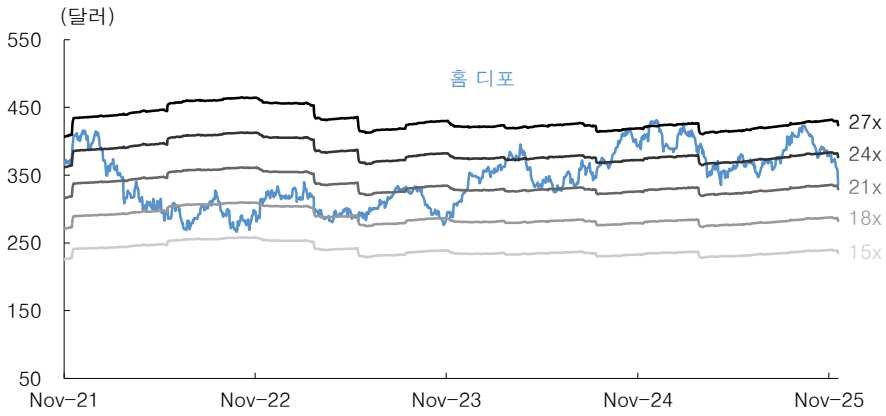
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 57] 미국 국채 금리 및 30년물 모기지 금리



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 58] 홈 디포(HD) PER 밴드



자료: Bloomberg, Home Depot, 한국투자증권

<표 23> 홈 디포(HD) 분기 실적 요약

(단위: 백만달러, 달러, %, %p)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	YoY	QoQ	4Q25F
매출액	**36,418**	**43,175**	**40,217**	**39,704**	**39,856**	**45,277**	**41,352**	**2.8**	**(8.7)**	**38,113**
Building Materials	12,614	13,935	13,479	12,728	12,931	14,172	13,596	0.9	(4.1)	-
Decor	12,344	13,591	12,682	13,173	12,479	13,856	12,938	2.0	(6.6)	-
Hardlines	11,460	14,375	11,128	11,599	11,877	14,129	10,928	(1.8)	(22.7)	-
Others	-	1,274	2,928	2,204	2,569	3,120	3,890	32.9	24.7	-
조정 영업이익	**5,131**	**6,624**	**5,556**	**4,640**	**5,272**	**6,694**	**5,353**	**(3.7)**	**(20.0)**	**4,200**
영업이익률	*14.1*	*15.3*	*13.8*	*11.7*	*13.2*	*14.8*	*12.9*	*(0.9)*	*(1.8)*	*11.0*
세전이익	4,651	6,045	4,823	3,887	4,542	6,005	4,757	(1.4)	(20.8)	3,610
순이익	**3,600**	**4,561**	**3,648**	**2,997**	**3,433**	**4,551**	**3,601**	**(1.3)**	**(20.9)**	**2,829**
순이익률	*9.9*	*10.6*	*9.1*	*7.5*	*8.6*	*10.1*	*8.7*	*(0.4)*	*(1.3)*	*7.4*
EBITDA	**5,916**	**7,454**	**6,413**	**5,504**	**6,127**	**7,559**	**6,397**	**(0.2)**	**(15.4)**	**5,090**
EBITDA 마진	*16.2*	*17.3*	*15.9*	*13.9*	*15.4*	*16.7*	*15.5*	*(0.5)*	*(1.2)*	*13.4*
조정 EPS	**3.67**	**4.67**	**3.78**	**3.13**	**3.56**	**4.68**	**3.74**	**(1.1)**	**(20.1)**	**2.91**
EPS 증가율	*(5.0)*	*0.4*	*(0.8)*	*11.0*	*(3.0)*	*0.2*	*(1.1)*	*(0.3)*	*(1.3)*	*(7.1)*

주: 조정 영업이익은 SRS 인수 영향 반영
자료: Bloomberg, Home Depot, 한국투자증권

<표 24> 홈 디포(HD) 연간 실적 및 주요 지표

(단위: 백만달러, 달러, %)

	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	**157,403**	**152,669**	**159,514**	**164,467**	**171,132**
Building Materials	54,572	52,661	52,756	-	-
Decor	54,442	51,945	51,790	-	-
Hardlines	48,389	48,063	48,562	-	-
Others	-	-	6,406	-	-
조정 영업이익	**24,039**	**21,733**	**21,951**	**21,411**	**22,464**
영업이익률	*15.3*	*14.2*	*13.8*	*13.0*	*13.1*
세전이익	22,477	19,924	19,406	19,045	20,106
순이익	**17,105**	**15,143**	**14,806**	**14,304**	**15,294**
순이익률	*10.9*	*9.9*	*9.3*	*8.7*	*8.9*
EBITDA	**27,014**	**24,936**	**26,948**	**24,853**	**26,043**
EBITDA 마진	*17.2*	*16.3*	*16.9*	*15.6*	*16.3*
조정 EPS	**16.69**	**15.11**	**15.2**	**14.56**	**15.50**
EPS 증가율	*7.5*	*(9.5)*	*0.6*	*(4.4)*	*6.4*
BPS(달러)	1.5	1.1	6.7	12.3	16.2
DPS(달러)	7.6	8.4	9.0	9.2	9.6
ROA(%)	23.1	19.8	17.2	15.2	15.7
ROE(%)	-	-	-	-	-
PER(배)	19.0	23.5	27.6	23.1	21.7
PBR(배)	206.0	337.6	61.7	27.4	20.7
EV/EBITDA(배)	13.1	15.3	17.5	15.7	15.0

자료: Bloomberg, Home Depot, 한국투자증권

■ Compliance notice

- 당사는 2025년 12월 1일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.